全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

失算的市场先生

泡沫年代与后泡沫年代

詹姆斯·格兰特（James Grant） 著

Mr. Market Miscalculates

The Bubble Years and Beyond

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

失算的市场先生
——泡沫年代与后泡沫年代

詹姆斯·格兰特
(James Grant) 著

徐伟民 刘雁 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

失算的市场先生：泡沫年代与后泡沫年代/(美)格兰特(Grant，J.)著；徐伟民，刘雁译．—上海：上海财经大学出版社，2011.3
(世界资本经典译丛)
书名原文：Mr. Market Miscalculates：The Bubble Years and Beyond
ISBN 978-7-5642-0990-2/F・0990

Ⅰ.①失… Ⅱ.①格… ②徐…③刘… Ⅲ.①房地产-贷款-信用危机-研究-美国②金融危机-研究-美国 Ⅳ.①F837.12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 023280 号

□ 责任编辑 史亚仙
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义

SHISUAN DE SHICHANG XIANSHENG
失 算 的 市 场 先 生
——泡沫年代与后泡沫年代

詹姆斯・格兰特
(James Grant) 著

徐伟民 刘 雁 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址：http://www.sufep.com
电子邮箱：webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
宝山葑村书刊装订厂装订
2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 22.75 印张(插页：4) 326 千字
印数：0 001—4 000 定价：47.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及 1873 年的伦巴第街，下至 20 世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三、四、五、六辑里，我们为您奉献了**《伦巴第街》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《浮华时代》**、**《忠告》**、**《尖峰时刻》**、**《战胜标准普尔》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《标准普尔选股指南》**、**《华尔街五十年》**、**《先知先觉》**、**《共同基金必胜法则》**、**《华尔街传奇》**、**《大熊市》**、**《证券分析》**、**《股票估值实用指南》**、**《货币简史》**、**《货币与投资》**等 40 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第七辑中，我们将继续一如既往地向您推荐 6 本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

股市牛熊交替，大熊市的记忆固然令人心痛神伤，不胜唏嘘，而大牛市的记忆却足以让人热血沸腾，神往不已。**《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》**一书回顾了 20 世纪美国股票史上 10 个最兴旺的大牛之年：1908 年、1915 年、1927 年、1928 年、1933 年、1935 年、1954 年、1958 年、1975 年、1995 年，再现了美国股市黄金岁月的狂欢盛宴。本书对这些牛市年份进行了综合考察和分析，并解析了股票市场等有关经济现象的演变与趋势等。本书试图从中寻找出股市的不同好时光里某些共同拥有的主题，从而引导读者更好地选择和把握股票交易的机会。作者提出，虽然我们不能精确地预测股市的未来，但通过分析股市历史中那些报酬率丰厚的年份，增强自己的市场洞察力，还是能够找到一些线索，从而估计下一次牛市的来临。希望投资者能通过阅读本书寻找并发现属于自己的大牛市。

战胜市场是每一个投资人的追求和梦想，但谁又不知道战胜市场是何其之难呢？本辑丛书中的**《板块与风格投资——另辟蹊径战胜市场》**一书将为您讲述如何独辟蹊径战胜市场的独特投资法则。本书作者凯特拉诺是 iView Research 独立研究和咨询有限责任公司的总裁兼策略师，数十年来，凯特拉诺一直身处职业投资和教学的前沿，给这个科技无所不在的世纪带

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来了一个严谨缜密却又通俗易懂的投资指南，本书的主题涵盖广泛，既有价值评估，也有技术分析，阐释了应该如何建立股票投资组合于板块市场，投资在部分板块的收益甚至可以强于大盘。众所周知，政治家、行业监管部门和经济政策制定者会对金融市场产生巨大的影响，为了确定“热”板块，凯特拉诺提出了政府、经济和市场三元投资模式，他巧妙地把信息时代的各种动量融为一体，把科技、金融与 ETF 引入到构建分散化投资组合中。通过对这个投资模式的适当运用，您将学习如何战胜市场，同时降低系统风险。某种意义上说，这本书是讲板块投资的，而板块投资对于国内证券市场来说是一个新的课题，尤其是在当今的市场环境下。各类投资者都将发现本书值得品读，通过坚持本书中提出的原则和应用深思熟虑的投资策略，投资者可以构建有效的投资组合，从而有望胜过市场，甚至金融专业人士。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术，顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《**股票市场超级明星——加拿大顶级选股人的秘密**》一书为我们揭示了加拿大 12 位最伟大的基金经理之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些国家顶级选股人如何在股市轻松赚到数百万乃至数千万美元？这就是本书作者鲍伯·汤普森在与这些赚钱的超级明星进行的访谈中所要回答的问题。书中强调这些顶级基金经理的共同特质，解释了这些超级明星的投资策略、风格和成就是怎样在数年间发展起来的，并力求帮助普通投资人学习、掌握这些成功经理人的技巧。在这本令人愉快的书中，投资者还将了解到加拿大投资领域最聪明的一些人的视角、个性、弱点、观点和疑虑。这将使投资者认识到自身的优点和不足，学习如何成为伟大的投资人。本书作者鲍伯·汤普森是嘉纳科资本公司的组合基金经理助理和另类投资分析师，他是加拿大另类投资领域公认的权威，同时还是《国家邮报》的金融专栏作家和商业新闻网络电视台的常客。

“前事不忘，后事之师。”任何事物要进入良性循环发展都离不开对过往经验教训的总结和吸取。《**失算的市场先生——泡沫年代与后泡沫年代**》就是这样一本讲述市场经验教训、让人深受启发的好书。本书是由美国著名财经观察家与评论家詹姆斯·格兰特撰写的关于美国次贷危机引起的金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风暴的分析和评论。他以智慧、幽默的语言，一针见血地指出了各种金融体制的弊端和市场失灵所在，并提出了前瞻性建议。本书的主角“市场先生”是一个非英雄式的主角，这个性格反复无常的拟人化市场形象是由“证券分析之父”本杰明·格雷厄姆创造的。这位“市场先生”和古典经济学中的“经济人”截然不同，后者理性平和、深谋远虑，两者即使有一两处相似之处也纯属巧合。“经济人”体系中绝对容不下金融泡沫这样不理性的事物，“市场先生”却好像经常会情绪失控。“市场先生”究竟在想些什么，他为何常常失算？这正是本书讨论的主题。本书收集的文章涉及了严重程度远甚于1984年债券市场的种种金融误算和误判。书中市场失算的大幕开启于20世纪90年代末的科技股泡沫时代，谢幕于2007～2009年世界范围的房贷与信用崩溃。安然公司和世通公司的破产，安达信会计师事务所的解体，所谓“新兴市场”的启动，牛市的卷土重来，欧元的初次登场，美联储守护者的更替，2007～2008年房贷与信用危机的萌芽，以及记忆中最糟糕的房地产市场等，尽在其中。

培根说“读史使人明智”，历史总是让人景仰，悠久的历史更是让人肃然起敬。**《英美中央银行史》**一书追溯了货币系统在中央银行家、经济思想和政府三者之间的相互作用中发展成熟的漫长曲折的历史过程。从1694年英格兰银行成立以及1791年美利坚银行成立开始，本书第一次将三个世纪的线索用一个统一的框架联系起来，该框架不仅包括货币理论，而且包括中央银行家在金融市场中的处境和应对。尽管饱受经济学家的诟病（缺乏对经济规则的认知，关注金融市场时忽视其宏观经济责任，等等），尽管无法避免在立法机构监管和政府愿望中左右周旋而争取银行的酌情权，甚至于央行的独立地位有时被政府这一最终权威所剥夺，然而，中央银行家无疑被赋予了管理货币和维护货币系统稳定的历史责任。在汹涌如潮的金融市场中，中央银行家们一次次责无旁贷地应对突发事件，平息每一场金融风波。斗转星移，岁月变迁，现行法币体制最终形成。本书指出，经过几个世纪的艰难历程和动荡，中央银行家、政府和经济学家已达成共识，认为央行的适宜角色应包括：(1)将通货膨胀的责任明确地指派给央行；(2)同意通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率应该处于低位且保持稳定；(3)拒绝将物价控制作为控制通货膨胀的方式；(4)接受为取得通货膨胀控制目标所要求的任何利率浮动……阅读本书，您将获得一次关于西方发达国家中央银行及货币系统历史之旅的深刻精神体验。

投资的经验总是触类旁通，不同行业的成长经历同样值得借鉴，例如实业界的资本积累与投资运作。《**财富帝国——美国六大实业家的传奇人生**》一书收录了6位美国历史上赫赫有名的实业巨人的非凡人生和奋斗历程：美国第一位百万富翁、地产大亨——阿斯特，铁路巨头——范德比尔特，钢铁大王——卡内基，石油巨擘——洛克菲勒，汽车王国的开拓者——亨利·福特，以及将金融与政治完美结合的乔·肯尼迪！他们在不同的领域开创了属于自己的时代，将姓名永远留在美国工业及金融发展的长河中。商场如战场，财富的积累与实业的成长必然是一篇篇可歌可泣的血泪篇章。通往成功的金字塔，一定是由个人卓越的能力、机遇的眷顾、左膀右臂的鼎力相助，以及关键时刻的果断与冷酷这些巨石相垒而成。本书将带领您走进并领略美国传奇实业巨子庞大财富帝国的灿烂风光和绝美风景。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深人基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十几年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2010 年 12 月 8 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

“市场先生”是本书的主角，不过是一个非英雄式的主角。这个性格反复无常的拟人化市场形象是证券分析之父本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)创造的。格雷厄姆作为一位教师、作家兼投资家，经历了经济腾飞的20世纪20年代、经济衰退的30年代，以及通货膨胀的70年代。他一直试图探明股票和债券在不同投资阶段估值差异巨大的原因。在哥伦比亚大学执教期间，他让学生想象和一位患有狂躁抑郁症的市场先生共事：阳光普照时，这个怪胎纠缠着你将手上的股份卖给他；一旦夜幕降临，他又要求你把他手中的股份买回去。价格不是问题，他在市场上的进进出出完全是随心所欲。面对这样一位神经错乱的同事，理智的你却只能对他言听计从才能赚到钱。

由此可见，这位“市场先生”和古典经济学中的“经济人”截然不同。后者理性平和、深谋远虑。两者即使有一两处相似之处也纯属巧合。经济人体系中绝对容不下金融泡沫这样不理性的事物。市场先生却好像经常会情绪失控。格雷厄姆的这个创造物究竟在想些什么？这正是本书讨论的主题。

市场先生和我之间曾存在严重分歧。20世纪90年代中晚期，我们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价问题上势不两立；21 世纪初，我们因房价以及房贷相关证券第二次剑拔弩张。本书按时间顺序编排了泡沫经济时代发生的种种怪事，如著名银行家、金融家们声誉大涨。特别是 1987～2006 年间的美联储主席艾伦・格林斯潘（Alan Greenspan），轻信的追随者们把他捧上了天，称赞他在经济方面长了一双千里眼，可以透视未来。过去纸币背后的支撑是黄金，现在起支撑作用的却换成了声望。《格兰特利率观察家》（*Grant's Interest Rate Observer*）还是更青睐前者。

根据有效市场理论（现代金融经济学的理论基石之一），互联网的繁荣和房贷体系的崩溃本不应该发生。投资效率理论的支持者们假设市场先生和其他任何人一样有理性：如果他的观点比较极端，那是因为这些观点有事实依据；如果他改了主意，那是因为事实情况发生了改变。而且，只要出现影响股价的消息，他都会立刻知道，所以谁也不要妄想比"市场先生"预测得更准。

有效市场理论简单明慧，极具影响力。现在机构管理的基金当中，约 1/3 都根据股票指数进行无利息投资。以这种方式配置资金的投资者们至少都接受市场效率理论的基本原则。他们不在乎单只证券的估值，而是选择购买一揽子证券，如标准普尔 500 指数。这些投资者相信市场是高效的，或至少是足够高效的，所以他们拒绝去挑战市场，更没有战胜它的信心。有效市场理论的忠实支持者坚信：思科公司（Cisco Systems）在 21 世纪初高科技狂潮最盛时期，股票总市值为 4 850 亿美元是物有所值的；而 18 个月后在熊市的谷底，该公司市值跌到 850 亿美元也是合情合理的。而最近在债券（包括房贷相关证券）和房地产市场上发生的一切，这些支持者也觉得十分正常。对这些完美市场效率理论的拥护者来说——2006 年春美国房地产到达顶峰时，一个中等收入家庭不依赖各种梦幻般新登场、"今朝有酒今朝醉"的房贷，仅能负担得起 1.8%的房价——这样的现实并不会让他们感到恐慌。毕竟，精明的商人们已经把各种因素都算入房屋报价了。

本书的各篇文章首发于我在 25 年前创办的一本半月刊——《格兰特利率观察家》（后文简称为《格兰特》）。我最初打算重点关注债券市场和美联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储，但很快就把注意力转移到借贷行为和对市场先生古怪性格的研究上。比如，我注意到借款的期限和条件一直在变化，往返于紧缩与融通两极之间。一个极端是你似乎用金条做抵押也贷不到款；而另一个极端是，你几乎打不开自家的邮箱，里面塞满了祈求你（不问任何问题）用任何抵押进行贷款的信件。贷方在这个两极循环过程间是怎么想的？投资者又为何一定在买卖股票时追涨杀跌？

作为读者，你可能正在反思自己解决财务问题的方法。你大概和其他任何人一样，一阵子明白一阵子糊涂，一会儿冒进一会儿隐忍，一时坚持己见一时拿不定主意。或许你没办法像电脑一样快速和冷静地处理信息（尤其是有关"钱"这个容易让人感情用事的话题）。简言之，你也许完全继承了人类在精神和肉体上的弱点。有人会问，如果少数几个人无法做到，我们能不能指望一大群人进行冷静而高效的思考？事实上，行为金融学这门新学派正是研究这个问题的。在研究学者们拿出一个最终报告之前，我想先呈上格雷厄姆的名言："短期来看，市场是一个投票机，但长期来看，它却是一台体重机。"换句话说，从长期看，真正的价值终会浮出水面。不过，最耐心的理性主义者也会因漫长的等待而使资产受损。

毫无疑问，美联储在造成这种不稳定性上"居功"至伟。毕竟该机构的北极星一直指向"稳定"——在价格、商业活动和金融市场各方面。美联储指出，它既不会容忍过多的通货膨胀，遭受的损失也不会太小。太小吗？美国需要少量的货币贬值，这正与现代中央银行业务的原则之一不谋而合。格林斯潘的继任者本·S. 伯南克（Ben S. Bernanke）将 2002～2003 年间的通货膨胀控制在很小的幅度。《格兰特》反对这种调控，但是伯南克赢得了胜利（他好像没听到我们的建议），美联储一路将利率下调至 2003 年的 1%。如果美联储将"成功"定义为"避免一次不充分的通货膨胀"，那么它的确成功了，尽管代价是推动了购房者和华尔街金融业者的又一波投机借贷。不过，此处我要澄清一点：其实早在美联储成立前，美国就存在投机泡沫；而早在现代金融机构成型前，欧洲也出现投机泡沫了。一场严重的投机暴乱，唯一必不可少的元素正是人类自身。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场可能不是完美而高效的，但也不是完全没有效率的。想要预测市场能否持续获利是一个难题。当然，在2000年初纳斯达克市场的巅峰期，高科技股是被严重高估了。不过，话又说回来，它们在1999年和1998年也是被高估的，只不过比2000年程度稍轻。虽然有一类人已经适应了这种过高估值，但他们在1997年和1996年时，却觉得高科技股定价过高。我本人认为1992年的市场估值略高。我坚持认为那段时间是无法获利的熊市，因此还得以在1997年某期《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)上的显著位置发表了一篇报道，谈论了在大牛市中反应迟钝的人群。这篇报道出现在首页标题的下方，题为"熊市不日来临，且拭目以待——愚者未料5 000点失守，然其牛市之心不死"("Bears Will Be Right On Stocks Some Day, Just You Watch—So They Missed 5,000 Points, It's No Reason They Ought To Stop Prognosticating")。然而，尽管《格兰特》曾认为许多市场中的多只股票会大涨，尽管我本人也在日本股市职业性地投资过10年，一次也不曾卖空，但《格兰特》在其创办的25年间，从未对标准普尔500指数给出任何指导性的建议。不过，不排除在未来的某一天，我们可能会吓大家一跳。

我将自己这本12页的期刊定名为"观察家"，而不是"占卜师"或是"预言家"，并不是故作谦虚。事实就是，我根本无法预测利率，大多数人也不行。但预测的诱惑始终存在，因为对于利率这个生来无趣的话题，人们唯一感兴趣的只有一点："它们未来的走势如何？"尽管"利率曾经的走势"是一个理所应当的研究主题，但其研究者们却鲜能凭此获得财富和声誉。西德尼·霍默(Sidney Homer)就是一个例子，他出版过一部讨论该主题的精彩著作，却并未大卖。我也曾试图恪守创刊时立下的"不做预测"的原则，但《格兰特》在最初的9个月一直销售低迷，我只好向世俗投降，开始预测，杂志的情况才得以好转。时值1984年春天，债券市场正处于混乱状态，长期国库券的投资回报率竟高达14%，这种高投资回报率对于21世纪的储蓄者来说是不可思议的，我们已经习惯于针尖般大小的投资收益。但如此高回报的隐患何在？就是长达35年、令人刻骨铭心的在固定收益市场以逆回报为主的投资回报率。自1946年春起，债券利率(bond yields)持续增加，债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券价格持续走低，只是偶尔会有所缓解。

自 19 世纪末期，利率总是以一代为一循环周期，或升或降。取整数计算，就是利率在 19 世纪的最后 25 年下降，然后在 20 世纪的头 25 年上升。利率在 1946 年前都呈下降状态，而此后的 35 年都在曲折上升中。在这段 35 年的长途跋涉终点，即 1980 年，银行最优惠贷款利率(prime rate)曾一度高达 20%，30 年期的美国国债利率就拿走了其中的 15%。这种情况可谓前无古人，后无来者。

这种利率高峰与 20 世纪 70 年代的大通胀(the Great Inflation)同时发生，而且，尽管通胀后来减弱了，但对通胀的恐惧并未消失。消费价格指数(customer price index,CPI)在 1980 年 3 月增幅为 14.8%，而 4 年后，增幅仅略高于 4%。但许多人不相信福特总统 1974 年发起的“鞭打通胀”(Whip Inflation Now)运动击败了通胀；或是在社会民主主义制度(social democracy)下，有打击通胀的可能。市场将债券利率推升至近 14%，好像在期待物价会再次呈现两位数的涨幅。严格来说，从有效市场的角度看，在温和通胀期间凭借政府债券使物价增幅回归是不可能的。然而，这种情况却真的发生了。市场先生好像一直注视着自己那拉长恐怖的阴影，却并未冷静客观地审视未来。对许多经历过战后漫长债券熊市的人们来说，这些高利率的国债并非上帝的赐福，却更像是“财产充公令”。《格兰特》鼓足勇气，几乎是在打破“只观察，不预测”的原则，敦促人们“购买债券”。这已是《格兰特》在利率预测事业所能做到的极致了。

本书收集的文章涉及了严重程度远甚于 1984 年债券市场的种种金融误算和误判。大幕开启于 20 世纪 90 年代末的科技股泡沫时代，谢幕于 2007～2009 年世界范围的房贷与信用崩溃。其间还包括了安然公司(Enron)和世通公司(WorldCom)的破产，安达信会计师事务所(Arthur Andersen)的解体，所谓“新兴市场”(emerging markets)的启动，牛市的卷土重来，欧元的初次登场，美联储守护者的更替，2007～2008 年房贷与信用危机的萌芽，以及记忆中最糟糕的房地产市场(应该是我们祖父辈的记忆)。

奇怪的是，这些金融误算都发生在全世界范围内市场繁荣的时代。“全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类都在以前所未有的速率变得越来越富裕。"罗伯特·E. 卢卡斯(Robert E. Lucas),一位曾获诺贝尔奖的经济学家,在2003年明尼亚波利斯联邦储备银行当众致辞中说道,"我曾说过全世界的生产量自1960年起年增长4%,而20世纪前60年的增速为2.4%,整个19世纪平均为1%,18世纪仅有1%的1/3。相比之下,高下立见。"就在卢卡斯说这番话的时候,全球产量的增长还在持续加速中。据世界货币组织提供的数据,2006年世界国民生产总值(GNP)增加了5%。这些增长数据还不足以体现目前总体的上扬态势。随着中国、印度和东欧一些国家加入世界经济,经济快速增长正前所未有地在更大范围内发生着。

在现代,世界经济增幅只有一次高过新千年的头10年,这就是20世纪70年代初。在1970～1973年,全球产量因通胀的原因,年增幅高达5.4%。思索一下这突如其来的繁荣所发生的时机,会觉得很有意思。它发生在美元从与黄金挂钩变为与一张纸或是说与信用挂钩的转换期。那时和现在一样,物价都在上涨,通胀也在增长。1970～1973年间发生了朝鲜战争后最犀利的一次价格上涨,与美国立法停止金本位制(35美元兑换1盎司黄金)同步。

金融市场的存在是为了将珍稀的资金引入可获利的渠道。如果该市场无法区分真金和镀金,那么其存在的意义何在?答案或部分答案是:判断一项投资是否具有价值这件事,说起来容易,做起来难。你欣赏何种价值?是明面上的价值,即资产负债表上的数字,还是未来的价值,即根据收益表的利润预测出的价值?对本杰明·格雷厄姆的门徒来说,价值全部在于所见,而不是所想。该派门徒坚称:未来就是一本合上的书。为了防御与其观点相悖的偶发事件,这些价值投资者们竭力寻找那些真正大打折的优质资产并进行购买,其宗旨就是"拿50美分买到1美元"。这也是《格兰特》的投资方式,因为该宗旨正合主编的秉性。然而,你也能找到另一些专业投资者,其中不乏富有者,他们是依靠"拿1.01美元(或更多)买到1美元"发家致富的。此类投资者的灵咒就是"增长"。价值投资者们也喜欢增长,不过他们不愿意为其埋单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据金融领域的"计分制"规则，真正价值的确认过程更加复杂。会计原则并不是一味的严厉和快捷。这些原则实际上相当主观，即使在计算公司顶线(top line)这类看似直截了当的事物时也是如此。当涉及如何确定债务证券(debt securities)价值，原则就更不确定了，因为该证券比较复杂且较少被买卖。什么是收入？何时以及如何确认收入？什么是纯收入？还有，请阐述一下，什么是担保债务凭证(collateralized debt obligation，CDO)？即使会计能够算出这些数据流与结构的价值，仍有一个问题：这些价值用何种计量单位计算？最后，什么又是1美元？

不过，最后一个问题很少被问及，这也是全世界对美国货币具有持久信心的明证。尽管美元相对于欧元以及大多数其他货币资产，从黄金到伊拉克第纳尔，都处于长期贬值状态。我们都知道美元曾经的价值：它等于法律规定的一定重量的黄金。我们也都知道现在的美元已经今非昔比。事实是，现在的美元没有法律规定的等价物，而且和其他货币一样没有担保。市场先生说美元是什么，它就是什么。没有本身价值的纸币或电子脉冲竟然被全世界视为支付手段和价值承载物，这一定是有史以来最伟大，也是最不可思议的货币成就之一。

美元并不是第一种被全世界接受的优质货币。但其他号称拥有"全球顶级货币品牌"称号的货币，除了其发行银行(即中央银行)本身的善意，似乎总有些其他背后的意图。英镑自拿破仑政府到希特勒政府，一直都是占统治地位的货币。3英镑17先令9便士(即约3.9英镑)曾经可兑换1盎司黄金。如果你不相信纸质英镑，可以要求以金属英镑支付。英国曾在第一次世界大战爆发时放弃了金本位制。在1925年试图回归该制度，但在1931年彻底放弃了。在撰写此文时，1盎司黄金的价格已经标价为460英镑。

货币黄金本位这个理念的精华就是：货币事务也可以由法律规定。钱可以由法律定义。发行货币的政府应保护并守卫其法定价值。一个货币黄金本位的国家应当平衡其对外账户。没有任何一个国家，无论它如何强大，可以被允许其黄金消费量超过其连续数年甚至是数十年的黄金生产量。美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国曾在1971年后非金本位的情况下享受过这样的特权，但此事绝不可以再发生。

用印刷机印出半吨新货币并不需要特别的技术，这一点已被通胀历史所证明。然而，从地底挖掘出黄金却困难得多，这就是黄金成为货币之王的原因。现在，经济领域的有识之士一致认为，黄金储量已无法满足世界需求。最好由政府出面，要求各个中央银行确定利率并且/或者规范新货币和贷款；不要指望国际金本位制度可以自我规范，无需人为干预。但对于这些新理念，我本人却持怀疑态度，读者们也会在这几页很快看到我的观点。不管怎样，在1971年8月15日，理查德·M. 尼克松(Richard M. Nixon)总统下令将美元转换成无担保的一张纸头，此举将世界推向了现代；从那时起，35美元1盎司的金价从成文法中被抹去。在写作本书的时候，金价已接近900美元1盎司。《格兰特》认为，黄金的价格是世界各国对其纸币管理者们的相互信任。在20世纪90年代末，正当格林斯潘的声望如日中天时，用不到300美元就能买到1盎司黄金。到了2008年3月，由美联储组织的对贝尔斯登公司(Bear Stearns)的拯救行动初具规模时，金价已攀升到1 000美元1盎司。

究竟是什么驱动着市场先生的运行？我花费了超过1/4个世纪的时间来思考这个问题。我相信我已经找到了答案。使市场先生如此行事的原因就在于他对“自相矛盾”的明显偏爱。每个新手投资者都曾与市场先生的这个特别喜好面对面地打过交道——这些新人都曾惊讶或失望地发现，利好消息并未让他们所持有的心爱的股票出现行情反弹，而是常常让股价下跌。“消息已经体现在股价上了。”一位达人这样向新手们解释道。所以，已知信息并不值得一提，而未透露的真相才能让人发家致富。

“自相矛盾”也是驱动中央银行运作的动力。想象目前的经济正处于室温状态，完美的22摄氏度：低利率、高利润幅度、全民就业、通胀被抑制、经济温和增长、贷款容易，以及对货币坚定的信心。这就是中央银行心目中的天堂。这也的确可能成为天堂，如果不考虑里面住了人类的话。

在这种阳光普照的经济形势下，舒适地居住于其中的人类因为逐利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本性，开展起了破坏工程。他们会建造工厂、房屋、办公楼、购物中心，以及证券交易中心。很多人会贷款来进行收购活动。最自信和有闯劲的一群人所使用的资金几乎都是借来的。毕竟，我们曾认为借钱更划算，而且天总是蓝的。人们完全信任美联储可以摆平金融或宏观经济方面的各种难题，结果是人们所冒的额外风险递增，债台开始高筑。

并不是每个人都能看到这些垒砌起来的债台。而少数看出隐患而又迫不及待地发出警告的人，往往会无人理睬，我本人对此体验深刻。专业投资者们当然能看出因过度负债经营而增长的风险。在所有人中，只有专业人士懂得利润幅度和股权评估的走势，比如，不要一味地做大做强，一切最终会回到其长期均值。在资本主义制度下，任何长久的、不受干扰的、不受趋势影响的获利都不可能发生。过大的利润幅度会招致新的竞争，而新的竞争会缩紧利润幅度。然而，这些了解内幕的专业人士们也有饭碗要保。不过，“厄运占卜师”这个行当却不像对冲基金行业那样获利丰厚，所以专业投资者们和银行业者们仍留在金融市场上搏杀，承受各种风险，尽管理性告诉他们应该赶快住手。



“生活告诉我们：即使你亏了 70%后再赚回 70%，也不可能维持盈亏平衡。”

美联储的最大追求就是价格在有增长、有活力的经济中保持稳定，而资本主义却是一个不稳定的经济结构。发明本身就具有破坏性。在制造成本下降时，或当世界上有新地方对高产企业开放时，价格都会随之下降。19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪最后25年就是一个创新和扩张的时代，而我们美国人享有特权的时候则是另一个这样的时代。在19世纪最后的几十年，均价下跌是因为制造成本的下降，但这类价格下跌在美国走向21世纪时却是不可以发生的。伯南克和格林斯潘一起在2002～2003年正式指出，美联储无法承受价格跌落。实际上，他们许诺如果物价水平下降，他们将加印必需数量的、可导致通货膨胀的货币来进行反击。伯南克甚至诙谐地发誓说，如果必要的话，要把股单(scrip)从直升机舱门口扔出去，将通货紧缩的"幽灵"(伯南克对通货紧缩的称呼)狙击于国门之外。事实上，没有直升机曾起飞过，但美联储的确调低了联邦基金利率，自35美元可以兑换1盎司黄金以来，该利率还从未被调到如此之低。

正如美联储计划的那样，美国的物价水平没有下降，而是保持了它一贯的上升势头。不过，美联储明显没料到，一个巨大的房贷债务泡沫也因此而膨胀起来。从某种程度上来说，房贷泡沫本身是电子革命的衍生物。成千上万的个人房贷构成了典型的居民住房抵押贷款支持证券(residential mortgage-backed security，RMBS)，原本需要一个军团的办事人员进行这些房贷的收集、归类和服务，但电脑让一切简单起来。原本还需要一个相当具有说服力的销售人员才能推销出以下这类高风险的投资建议：10亿美元的次贷能够被评定为AAA级、价值8亿美元的住房抵押贷款证券(mortgage-backed security，MBS)。而有了电脑的帮助，华尔街的骗子们就能轻易说服全世界的投资者相信这种点石成金术。但《格兰特》拒绝相信，我们进行了一系列详尽的分析，试图让轻信的、被蒙蔽的人们得到一点启发(读者可以在第六章"抵押贷款科学研究"中读到我们一部分的分析成果)。如果我们这本期刊能再多10万左右的订户，宏观经济可能会呈现出截然不同的面貌。可惜事实是，炼金师们把好好的金融形势搞坏了。

据银行业巨头瑞士联合银行(UBS)判断，这次房贷泡沫是类似事件中表现最糟糕的一次。它不仅导致了世界范围内数千亿美元的损失，还极大程度地破坏了美国的金融体系——华尔街的评级系统和风险管理体系令人震惊地崩溃了。经济学家和银行业者宣称，这次混乱是自1929年大萧条以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来情况最严重的一次。这一论断颇为奇怪，也让人心寒。这次大萧条般的金融危机并未伴随着证据确凿的经济衰退，更不用说类似胡佛总统任期时的大规模经济崩溃。当然，这并不是市场先生人生最美好的时刻。

再一次，最优秀的投资者们并没有浪费时间去哀叹这位古怪市场先生的怪癖，而是紧紧抓住了他送上的机会。定价错误的资产——低得荒谬或高得滑稽——是这位老绅士送给耐心的机会主义者们的大礼。约翰·保尔森(John Paulson)是保尔森公司(Paulson & Co.)总裁，他因为预见到2007年的房贷崩溃而赚了大钱，数目甚至超过了卢旺达这类第三世界小国的国内生产总值。在2008年春的《格兰特》研讨会上，他提醒参会人士说，获得特大回报的秘密在于：当市场先生神经最错乱(或是他头脑发昏，或是他悲痛欲绝)时进行投资。保尔森在房贷市场已没什么可损失时入场，其投资成果充分显示出，只要能做出准确判断，此时仍可赚取大笔财富。最后，保尔森指出，他期待能有机会把曾经成功卖空过的同类房贷衍生品再度买回，但现在时机仍不成熟，"我们离底部还很远"。

我最欣赏的机会主义者之一就是泰里达因公司(Teledyne)的引导人、创立者之一亨利·辛格尔顿(Henry Singleton)。他原本是毕业于麻省理工的一名电子工程师，后来成为一位信誉卓著的资金调度大师。他所做的一切都是我们该做的，即在市场先生卖出时买入，在市场先生买入时卖出。辛格尔顿在这两方面做得远胜于现在许多企业管理人。当泰里达因的股票估值很高时，他把自家股票作为现金使用，进行了许多成功的收购。当股票处于下行周期、股价下跌时，他又把它们买回来。在本书的第一章你可以读到，他在1972～1984年期间一直在回购自家股票，将泰里达因的仓位缩减了90%。辛格尔顿用自己的钱买回股票，没有接受任何优先认股权的回报，也没有出售任何个人股份，实在是机会主义者的楷模！

所以，让那些市场效率理论学家们出版他们的宣传手册去吧。市场先生才不会理会他们。高买低卖，在市场进入高峰时忘乎所以，进入低谷时又丧失理智，市场先生就是一个凡夫俗子。他用自己的损失让我们发财。希望本书的这些文章可以帮助一些人，让他们接受市场先生的好意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我是《格兰特》的创办人、编辑兼改稿人。但没有其他超一流工作人员的帮助，这本期刊不会这么出色。伊恩·麦卡利(Ian McCulley)和丹·格特纳(Dan Gertner)在金融分析和投资意见方面贡献最大。汉克·布劳斯坦(Hank Blaustein)为期刊(及本书)提供插图，鲁斯·赫拉瓦切克(Ruth Hlavacek)负责编辑原稿。德尔·科尔曼(Del Coleman)、约翰·麦卡锡(John McCarthy)和艾瑞克·怀特黑德(Eric Whitehead)分别负责监督发行量、电脑设计和办公室运作。亚当·罗(Adam Rowe)负责历史检索，约翰·达尔贝托(John D'Alberto)掌管电话营销。同样，我还希望感谢那些在《格兰特》创办的早些年贡献巨大的分析师们。他们分别是杰伊·戴蒙德(Jay Diamond)、肯·雪莉(Ken Shirley)、乔舒亚·卡恩(Joshua Kahn)、彼得·沃姆斯利(Peter Walmsley)、罗斯·安·托尔托拉(Rose Ann Tortora)和艾瑞克·弗莱(Eric Fry)。休·艾甘(Sue Egan)十多年来一直负责办公室运作和《格兰特》研讨会的事务，目前已经光荣退休。我要真诚感谢她和她的继任者苏珊·勒霍塔(Susan Lhota)。

最后，一本书怎么少得了出版商？我衷心感谢价值出版社(Axios Press)，以及编辑艾玛·斯威尼(Emma Sweeney)、亨特·刘易斯(Hunter Lewis)和乔迪·班克斯(Jody Banks)，正是你们，让本书得以似乎是不费吹灰之力地顺利面世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序/1

前言/1

第一章　不朽者的展览馆/1

第一位是 J. 皮尔蓬·摩根/1

效仿亨利·辛格尔顿/3

艾萨克脑中的想法/8

在格雷厄姆与多德的银行/15

汤姆森·汉基是对的/23

第二章　在地球股市/29

大人物的危机/29

空调的经济后果/36

以防万一/41

看涨者与牛市/49

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　检阅新时代/58

感谢俄罗斯母亲/58
房地产 36 000/61
纳斯达克的高峰——格林斯潘/66
会见新的玛丽·米克/73
被谁替代了/75
史努比配置资本/78

第四章　平静的死亡/86

关于感觉的预言/86
是时候通货紧缩了/88
艾森豪威尔时代的通货紧缩/93
得分不高/99
填埋苏伊士运河/101

第五章　市场先生买房/106

典当房屋/106
房主的枷锁/108
遇见“I. O-P. O 先生”/110
相当长的时期/113
房子是负债/114
第 29 次泡沫/115
我们在堪萨斯州破产了/120
房价无极限/126

第六章　抵押贷款科学研究/132

发现风险/132
ACE 证券公司房屋权益贷款信托计划内幕，2005 系列—房屋权益 5 号/137
宝瓶时代/142
抵押机器内幕/145
资本结构之上/148
气喘吁吁的担保债务凭证机器/154

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　被告席上的市场先生/161

卡特·格拉斯，请安息/161

我们活该碰到恶棍/168

市场先生的黑眼圈/180

丑恶之屋/188

延迟的愤怒/189

第八章　联邦化的利率/195

货币制度的变化/195

所以，这是政府的收益曲线/204

使命偏离/208

债券：下一代/215

第九章　货币的篝火/223

纸老虎/223

货币——两害取其轻/229

对谷仓猛烈开火/237

荣誉制度的终结/245

第十章　头戴灯罩的贷款人/255

失踪的破产/255

价值处境堪危/259

我们的朋友——债权人/268

次贷公司/275

解雇聪明人/279

第十一章　证券分析的艺术/288

帕里亚俱乐部/288

康宁熊市/294

廉价股的风险/300

萤火虫最终会蜕变/305

三年过后，仍不便宜/310

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

塔塔:行情看涨/318

挥棒落空/321

后记:和平与平静年代的结束/329

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　不朽者的展览馆

第一位是 J. 皮尔蓬·摩根

1999 年 4 月 9 日

在 3 月 30 日《华尔街日报》独特的首页版面上是令人欢欣鼓舞的大标题“道指站上10 000点”。这一大标题仿佛要跳出报摊，其后援引的股票分析师们的评论也好似要跃出纸面。一位分析师指出，“美国顶级企业将在未来获得更高估值”，“因为它们在不断自我完善”。这位分析师又问道：“你愿意用什么价格收购一幅马蒂斯(Matisse)的作品？”

世纪之交的钢铁业巨擘、艺术品收藏家亨利·克莱·弗里克(Henry Clay Frick)，曾把另一种金融资产比作欧洲 17 世纪最伟大的画家之一伦勃朗(Rembrandt)的作品。弗里克一再公开表示，铁路债券就是“投资界的伦勃朗大作”。尽管弗里克对铁路这个快速成熟产业的二级证券判断有误，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他去世的时候仍是个富人。

“但股票价值从未被如此高估过，”一位在同一期《华尔街日报》典藏版撰文的记者写道，“美国也从未经历过在通胀降低的情况下如此长时间的经济增长。”

这位记者可能不记得19世纪最后的30年了，当时实际国民生产总值(real GNP)年平均增长3.83%，消费价格指数(CPI)却年平均下跌0.87%。

新千年将近，一款良药面世，正好能治愈新闻界听风就是雨的毛病。它就是由吉恩・斯特劳斯(Jean Strouse)执笔的精彩传记《摩根：美国金融家》(*Morgan: American Financier*)(兰登书屋出版，796页，零售价34.95美元)。摩根的一生完美证明了金融和经济周期的重要性和必然性，以及把一年中的一半时间花费于在欧洲收集艺术品仍能发家致富的可能性。斯特劳斯讲述说，在19世纪末，成为摩根的合伙人几乎就等于被判了死刑，华尔街23号的主要负责人都在超负荷工作。然而，摩根本人却能找到足够的时间运营公司、挽救美国信贷、重组发行了过多债券的铁路工业、通过干预终止反复发作的金融过热；与此同时，他还能把个人生活安排得风生水起，以至于他和他的第二任太太很少踏足同一块大陆，更不用说同居一个屋檐下了。

“和平才是驱动市场的真正动力，”另一位经纪人公司的雇员在3月30日的《华尔街日报》上这样说道，“但没人谈论过和平股息。”

美国自1865年南北战争结束直到1898年美西战争爆发都一直处于和平状态。而美西战争也只持续了相当于现在一个牛市那么长的时间。然而，就在这战争的几年间，创造性的破坏肆虐，恐慌心态蔓延，利率崩溃。尽管利率很低，也不用支付联邦所得税，但不负责任、融资过度的乐观主义者们却常常遭遇周期性的投资失败。

那时候也没有中央银行。事实上，摩根似乎自己一个人就差不多可以担此重任。他在1907年大恐慌时称职地扮演了救世主的角色，但早在此前他就已被广泛视为不可或缺之人。在1902年摩根65岁时，历史学家亨利・亚当斯(Henry Adams)就感叹道：“如果某个早晨他再没醒来，世界该怎么办？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



着便装的 J. P. 摩根

摩根于 1913 年去世，那年也是《联邦储备法》获得通过的一年。“国王已逝……”一位有见地的纽约银行家这样描述摩根的逝世，“听不到‘国王万岁’的呼喊，因为大家似乎都认定没有新皇继位；摩根先生是他所生活的这个时代的象征，他无法拥有继承人，因为世道变了。”

现在人们说，“感谢上帝赐予我们艾伦·格林斯潘”，许多人都在揣测，要是这位主席离任（其任期在 2000 年期满），目前欣欣向荣的股市会怎样？摩根死后，接踵而来的是难以想象的巨变。和平的爱德华时期转向第一次世界大战。政府此前受限的征税权利变成了现在的肆无忌惮，金本位的美元制度终结，铁路债券（实际上，该投资在世纪之交就早已进入了熊市）继续贬值。历史远比个人强大，经济不可能永远处于高度的繁荣稳定。但乐观地看（我们想到了亚洲），世界上也不会有哪个地方的经济会永远不景气。

效仿亨利·辛格尔顿

2003 年 2 月 28 日

美国资本主义在 20 世纪 90 年代完全失控。《格兰特》认为原因在于：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上像亨利·E. 辛格尔顿这样的人太少了。事实上，只有一个，而且还在1999年去世了。他能一天读完一本书，还可以蒙眼下棋。他对惯性导航系统的发展做出了开拓性的贡献。他习惯低买高卖。研究这样一位千变万化的思想家和实干家始终是有价值的，尤其是在对于"伟大的资本家"这种说法已成为一种矛盾修辞格的现在。

辛格尔顿是泰里达因公司长期首席执行官，也是美国现代最伟大的资本家之一。约翰·特雷恩(John Train)在《赚钱大师》(*The Money Masters*)一书中指出，沃伦·巴菲特(Warren Buffett)几乎视辛格尔顿为王。他报道说："巴菲特认为在美国商业活动中，泰里达因的亨利·辛格尔顿拥有最好的操作和资本配置记录。"

最近一次和里昂·库伯曼(Leon Cooperman)的谈话是我撰写此文的源头。里昂以前曾是高盛合伙人，现在转做投资组合经理。事情经过是这样的：库伯曼先生当时正在批评一种为低价重新发售新股而高价回购自家股票的公司经营方式。他说辛格尔顿绝对不会这样做。而现在的人对这样一位出色的资本配置师、价值评估师、市盈率套利师知之甚少，这令库伯曼先生惋惜不已。然后，他从文件中找出一份《商业周刊》(*Business Week*)对泰里达因一篇封面报道的复印件，该文章攻击了辛格尔顿几项所谓的失误，其中一条就是他高价重仓普通股。那本杂志的封面日期是1982年5月31日。而10周后，就爆发了灿若星河的大牛市。

辛格尔顿在工作、生活方面的不凡之处是一个有价值的研究对象，当然是用来写传记，而不是研究市场波动。我们选择他是因为他的非凡才能中包括了能用柠檬做出柠檬水来——现在我们脚下的柠檬太厚了，这项本领就显得尤为珍贵。

辛格尔顿于1916年出生于得克萨斯州哈斯利特镇的一个小农场。他的大学教育从美国海军军官学校开始，却在麻省理工学院完成。他在电机工程方面共获得了三个学位：1940年的学士和硕士学位，以及1950年的博士学位。1939年他获得了威廉·洛威尔·普特南高校校际数学竞赛奖(William Lowell Putnam Intercollegiate Mathematics Competition Award)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次世界大战期间，他服务于战略情报局(Office of Strategic Services)。20世纪50年代初，他在美国立顿工业公司(Litton Industries)工作，职位一路攀升，到1957年时已成为工程部主管。1960年，他和乔治·科兹梅特斯基(George Kozmetsky)共同创立了泰里达因公司。

没读过20世纪60～70年代《华尔街日报》的人，就错过了辛格尔顿职业生涯中最值得关注的阶段。每当泰里达因的股价像在60年代那样飞涨时，大师就会把它当作货币使用而进行收购。他成功收购了近130家企业。许多企业主管也使出了同样的招数；但辛格尔顿还有另一招：当股票走入下跌的周期，他就将跌价了的泰里达因股票回购。在1972～1984年期间，他如此操作了8次，将仓位(由高到低)削减了约90%，引来许多企管纷纷效仿。但无论是对市场时机的把握或是对公平竞争的奉行，很少有人的表现能和辛格尔顿相提并论。他一直能在股价下跌而不是上涨时进行回购。反观20世纪90年代许多标志性企业，像通用(GE)、国际商用机器(IBM)、美国在线时代华纳(AOL Time Warner)、胜腾(Cendant)，当然还有泰科(Tyco)都在纷纷追涨。根据库伯曼先生所说，辛格尔顿既没得到任何优先认股权奖励(options awards)，也从不卖出名下的任何股份。他也没在公司正买入时进行过卖出，这种做法和当下热议的"公司治理"理念大体一致。

新闻界把他称作"谜一样的人"，因为在市场迷雾拨开之前，他所执行的策略往往令人费解。例如，在1968～1974年的熊市末尾，他认定债券是"高风险资产"，而股票是"低风险资产"，从而要求泰里达因名下的保险公司清仓前者而重仓后者。但对大多数人来说，股票的风险更高，因为在对股票漫长的清算过程中，不幸的持股者们都受到过重创。

有些人因泰里达因公司数年来从不分红而烦恼。大师的理由是：公司盈利的现金放在公司账上，比放在股东的口袋里更具增值机会。这个判断是绝对正确的。泰里达因名下的各个公司(许多是国防相关的行业，其他还有特殊金属、近海钻井、保险与金融、电子产品和消费者产品，包括洁碧口腔护理产品)都依靠投资股票和资产持续获得高利润和高回报。

辛格尔顿犯过错，泰里达因的投资管理公司也犯过错。这些错误的目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录，以及不少被误归类为错误的明智之举，都出现在上文提到的那篇《商业周刊》的报道中。我们反复研读这篇 21 年前的文章，发现了一条——特别是对那些极具估值潜力的市场而言——永恒的市场真理：在市场周期的拐点，错误的举措看上去好像是正确的，反之亦然。在 1982 年春，在大多数旁观者眼中，押宝股市绝对是一项大错而特错的商业策略。

在《商业周刊》的封面上，英俊的辛格尔顿西装革履，以希腊神话中伊卡洛斯[Icalus，发明家代达罗斯(Daedalus)之子，凭借羽毛与蜡制翅膀在天空飞翔时，因距离太阳过近，翅膀融化而摔死]的形象出现。不过，飞舞在辛格尔顿身后的翅膀是由股票和美元制成的。这篇文章承认大师曾为股东们出色工作，并认为迄今为止他所执行的股票回购结果都令人满意。事实上，股票回购增加了每股收益，“并且让辛格尔顿在保留自己泰里达因股份的同时，逐渐掌控了 7.8%的公司股票”。他是这家公司最大的股东、创立者、不可或缺的决策者。

不过，《商业周刊》的这篇文章也表达了对辛格尔顿的不满，觉得他已迷失了方向。首先，文章批评他不制订商业计划。这好像没错。辛格尔顿后来在泰里达因的一次年会上解释说，他相信要用灵活的头脑应对无常的世界：“我知道很多人无论做什么事，都会先制订出完美明确的计划。但在此过程中我们要受到大量外部因素的影响，其中的绝大多数无法预测。我们要做的就是灵活应变。”他对《商业周刊》记者的回答更简单：“我唯一的计划是每天上班”，“我喜欢每天掌舵，而不是针对未来做计划”。

《商业周刊》觉得，这种即兴而为是在诈取企业经营成果并转移资金，以供这位董事长在股市“玩耍”。《商业周刊》的读者可以把辛格尔顿想象成罗马暴君尼禄(Nero)之流，一边眼睁睁地看着罗马城毁于火海，一边还在打电话给股票经纪人。杂志暗示他没把钱投资在生意上，而是都用来投资无价值可言的股票了。他要么对据说已经老化过时的运营公司管得太少，要么对保险这类企业管得过多。而据《商业周刊》看来，他也没管出什么效果。

辛格尔顿对于媒体的蔑视是完全彻底的，他毫不在乎《商业周刊》的这篇报道。所以他不明白为什么好友库伯曼会起草一份长达 9 页、充满数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论证的文章来对它进行反驳。何必这么麻烦？尽管辛格尔顿对此淡然处之，但库伯曼先生却相当为好友不平。他想让杂志了解，在经济繁荣的20世纪60年代，泰里达因的销售和净收入从“基本为零”分别攀升至13亿美元和5.81亿美元；即使是在经济滞涨的70年代，利润仍加速增长，100%控股企业的净收入也提高了6倍。

至于那些股票回购的行为，库伯曼先生强调说，辛格尔顿的成就在当时看来就值得称道，从后泡沫时代的角度分析则更加可圈可点。“辛格尔顿博士在20世纪60年代认识到自己公司的股票异乎寻常地受欢迎，”库伯曼先生这样写道，“同样，他在70年代逐渐坚信其股票被严重低估了。在1971～1981年间，《商业周刊》指出公司回购了约75%的股份，这没错。不过，该报道却未提及，尽管泰里达因在报道发表时的股价比1981年中达到的历史最高价下跌了32%，但在此十年间，公司股价一直远远高于公司所出的最高回购价。”库伯曼先生还有一件事没提，就是这些回购没有一次用于增加对管理层发行的优先认股权份额。他之所以没提此事，可能是因为在未来臭名昭著的管理层优先认股权发行(options issuance)滥用问题在当时还未发生。

《商业周刊》却说中了一点：没有什么是永恒的，辛格尔顿也不能无限期地管理公司。他在1989年正式停止了对自己创立的公司的一切经营控制(当时他握有13.2%的公司股权)。即便在那时就可以明显看出，20世纪90年代不再是泰里达因的黄金十年了。《华尔街日报》在对辛格尔顿退出管理的报道后附加了这样一条表示不赞成的评论：“公司过去从未说过计划要做什么，也未对分析家团队发表过讲话或接受任何采访。泰里达因的新闻公告和股东报告是简洁的典范。一些证券分析师已经放弃跟访公司了，因为他们无法获取足够的信息。”仅凭想象是无法在消费者新闻与商业频道(CNBC)上变出一张辛格尔顿的照片的。

泰里达因的解散开始于1990年尤尼特林(Ultrin)保险公司的分拆，接下来就是另一个保险子公司阿果劳特(Argonaut)的出售。1991年，辛格尔顿在74岁时辞去了董事长职务。不久，金融状况下滑，国防企业丑闻频出，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰里达因本身也成为了被接管的对象。在大师离去以及对所有国防企业不利的柏林墙倒塌事件后，公司状况频出，麻烦不断。《福布斯》在调查这些麻烦后评论说："这些年来，亨利·到辛格尔顿证明了'大企业不作为'这一论断的错误。"但结果表明，泰里达因是辛格尔顿能力的明证，却不是"大企业有作为"的明证。

退休后，辛格尔顿养起了牛，成为美国的大地主之一。他还参加了国际象棋锦标赛。"最近大多数时候，"一篇他死后不久（死于脑癌，享年82岁）发表的致辞当中提到，"他将大部分时间都花在电脑、编程算法，以及双陆棋电脑游戏的设计上。"

对于那些不熟悉公司财务细微之处的人，辛格尔顿的主要贡献好像在于对股份回购技术的影响。因此，正如《洛杉矶时报》上的一篇悼词所说，在克林顿泡沫时期，泰里达因是正在呈白热化增长的股票中的领跑者，这些热门股票还包括泰科国际（Tyco International）和胜腾。辛格尔顿明智地抽身而退了。里昂·库伯曼，这位年迈的企业家在去世之前吐露了他对未来的担忧。他说太多的公司都在回购这些热门股票，将来一定会出问题的。

艾萨克脑中的想法

2004年12月3日

"我们在投资组合方面遭遇了一次真正的溃败，上个月耗费了我们200个基点。""仲裁者伙伴"（Arbiter Partners）基金对投资者的年终报告就是用这种忏悔的语气开始的。价值4 500万美元的该对冲基金由保罗·J. 艾萨克（Paul J. Issac）在业余时间管理。光是讨论这2个百分点的损失，就占了这份长达21页报告的1/4篇幅。然而，关于2003年该基金丰厚回报的内容却只有一小段："显然，这些回报怎样看都与本基金预期的长期回报不符，如果这并不意味着未来回报有低于正常值的危险，则应被视为偶然的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运。"忘了说，本年度该基金收益高达 133%。[1]

什么样的基金管理人会对投资胜利轻描淡写，却对小小的挫折耗费笔墨呢？在探究谜底之前，我们首先要宣布：艾萨克是一个可靠的朋友和长期的商业伙伴。本文对许多方面都有所涉及，但可能不是非常客观。至少不会像艾萨克本人那么客观公正、不偏不倚。

艾萨克曾被问及，作为纽约卡多根基金管理公司(Cadogan Management)组合基金(fund-of-funds)分析师，如果每年管理的数百个对冲基金中有属于自己的基金，他会如何评估自己的基金。"这位基金经理很有趣，而且很会投资，"他自我评论道，"不过，即使是对于一个投机经理人来说，他的任务也实在太多，无法面面俱到。"至于基金本身，因为专注于非流通证券以及普通合伙人身兼数职，一般都会成为"三人"型——"友人、家人和蠢人基金"。可以相当肯定地说，戴着"卡多根"这顶帽子的时候，艾萨克不会雇佣艾萨克。

至于损失的 200 个基点，将成为我们进入艾萨克大脑中投资领域的一扇大门。损失源于"仲裁者伙伴"基金购入了意大利乳业巨头帕玛拉特(Parmalat)的一小部分股权。当股价翻倍时，艾萨克没有选择出售，而是选择继续持股，希望能等到持股时间足够长，有资格获得长期资本收益待遇。然而，在持股时间满足美国国税局(IRS)要求的期限之前，帕玛拉特对其财务状况有所隐瞒一事曝光。"我希望我可以说，如果仓位更大一些，这种事就不会发生，"艾萨克坦言，"但我不能这么说。"

回顾过去，帕玛拉特显然是不够老实才自取灭亡的。而在当时来看，情形却并不明朗。这一点才是艾萨克最关心的，也是我们应该关注的。现在看来，帕玛拉特的资本结构可能并没复杂到自证其罪的地步，艾萨克说："但绝大多数像帕玛拉特这种规模的公司，尤其是拥有大量第三世界国家资产的公司，都具备繁多复杂的附属机构……"帕玛拉特大概持有价值 50 亿美

---

[1] "仲裁者伙伴"基金在 2004 年对其投资者的回报率为 40.3%，2005 年为 34.9%，2006 年为 37.6%，2007 年为 75.4%，至 2008 年 5 月为止为 12.3%，总体运营状况良好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的现金和证券。"这是很大的一笔数目，"艾萨克写道，"鉴于大公司在一些国家，如巴西和阿根廷，需要遵守该国的外汇管理和出口税制度，以及公司本身有回购债务的倾向，因此，这笔钱的数目虽大，却并不特别令人担忧。"

帕玛拉特的证券评级制度(或是说投资评级制度)也遭到了怀疑。公司"曾通过几位口碑良好的承销商从事了近期多次债券的发行，这些承销商本应勤勉地解决好基本的财务问题并进行汇报。因此，在安然公司和世通公司丑闻后那段高敏感时期，帕玛拉特的证券评级和审计工作都遭到了重审"。

随着丑闻的曝光，帕玛拉特股票骤跌至"仲裁者伙伴"基金的持仓成本。艾萨克当时在国外，他推断银行会尽量避免破产，以及帕玛拉特企业本身和资产负债表上可能还有足够的价值来支撑普通股。因此，他选择继续持股。他承认道："更糟糕的是，当帕玛拉特的债券暴跌至 45 美分左右时，我能用低于 40 美分的价格买到其面值 1 美元的高级可兑换债券。如果形势转好，它们还有增值潜力。我虽然觉得这笔交易有些风险，但还是额外拨出 120 个基点的资金买了一些。"

当帕玛拉特的财务欺诈整个浮出水面，艾萨克只能卖掉这些几乎一文不值的债券。换回的只有下列这些见诸文字的宝贵经验教训：

1. 没有绝对的手段可以将欺诈防患于未然。颇具讽刺意味的是，欺诈出现时，往往比帕玛拉特案的外表更光鲜亮丽，股价也更高昂。

2. 当不寻常的商业现象缺乏令人信服的解释时，比如，传言帕玛拉特同时拥有大量流动资产和负债余额，估值理由需要具有相当的说服力和可信度。

3. 一定是出于某种理由，国外的商机才要远比美国的便宜，而且不是所有外国国家都能享有同样待遇……

4."仲裁者伙伴"基金的资金比较集中……三只最大的股票分别占了总资金的 20%、11%和 10%。虽然我不相信其中的任何一个会进行欺诈，但帕玛拉特的所作所为令我警醒。这三只股票均从 200～400 的基点起步，逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渐增值达到目前的规模。无论是最初的现金投入阶段，还是目前这个阶段，如果我们对任何一只股票失去控制，都会损失惨重。总之，以后再管理基金，我不大会允许任何一只股票超过基金净资产价值(NAV)的10%，无论我多么看好它，原因如上。

艾萨克在信中首先感谢了仲裁者基金的众多有限合伙人纷纷给予他的支持和鼓励。毕竟，尽管帕玛拉特亏损，12月仍是一个盈利的月份，本年度的盈利也创了纪录。然而，他需要的不是一个可以依靠着哭泣的肩膀，而是深刻的自我反省，时刻检点因赚了大钱而滋生的傲慢情绪。

接下来，信中指出："所有企业，尤其是大规模复杂型企业，经常会遭遇具有回溯力的盈余逆重述(adverse restatement of earnings)，或是资产负债表的重新定性(re-characterization)。"艾萨克将此举命名为"公司结算癖"，这种癖好发生频率的增加对于投资是一种重要暗示。艾萨克说，这意味着投资者应当青睐那些坦白承认其财务过错的公司，而不是那些充满了商业天才的机构——尽管这些天才人物所施展的种种绝技常被《商业周刊》的人物特写专栏作为主题，以爱慕的语气进行报道。

许多经理人在致股东的信中写道，基金"上涨133%"，发展呈白热化上升趋势，可能就会停笔。但艾萨克的话题却更广泛，其中之一就是估值。"我有时翻阅《价值线投资调查》(*Value Line Investment Survey*)，上面所列优质公司的数量之多令我震惊，它们中的许多都在持续增长，尽管增速有所下降。这些公司的股票在5～15年之前曾估值极高，现在的股价仍未达到当年的高度。"巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)在2004年一飞冲天，但在此之前，其股价并不比它在1998年达到的8万美元一股高出多少。

"仔细思考一下上述情况，"艾萨克叮嘱我们，"你可以直接对沃伦·巴菲特这位曾被上天眷顾的'最伟大投资者'进行投资——如果你认为他的职业生涯还能持续甚至超过15～20年，或者对5年内收益为零(包括零分红)感到满意。但在巴菲特声名如日中天时，很多人真就这么做了。"

或者想想可口可乐这一"现存最伟大的品牌"，在1998年还是每股85

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元，现在降到50美元一股。在股价最高位的时候，艾萨克提醒他的合伙人，可口可乐股价是其收人的50倍："因此，6年来下跌了45%股价，只要累计盈利接近巅峰股价的14%就可以抵消。假设一家公司的股价是其收人的10倍，如果出现类似的股票贬值，累积盈利应该等于下跌价格的130%。从某种程度上说，无论是较便宜的股票出现价格增长，还是因再投资或再购买股份带来的利润增长，都会止住股市下滑或为新发展铺平道路。"



本月最佳员工

这种推理常常遭到"投入决定回报"理论的反驳。人们会说，假设一家卖烟头的公司，其股价是公司收人的10倍，该股票因为缺乏特许权价值(cumulative earning)、商业前途和内部再投资收益率，永远也比不上股价是公司收入40～50倍的成长型股票。艾萨克对此并不赞同。他承认可口可乐公司对世界的贡献是普通公司无法比拟的，但他在信中写道："我并不认为就股票性质而言，可口可乐公司的股票要优于其他公司四五倍。"

艾萨克是一个投资多面手，"仲裁者伙伴"基金也是兼容并包的。它既买空又卖空，既做国外市场也做国内市场，既交易债券也交易期权和股票。因此，对艾萨克来说，从来没有单纯的看涨或是看跌。人们一定总会问他："买什么?"对于这个问题，艾萨克说他正"开始着手重仓高价的增长型大盘股"，但会避免出价过高。这一点在做空的市场尤其适用，因为世道总有办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法继续下去，不会走到尽头。所谓的“不可持续的经济不平衡”本应使市场陷入困境，但这些不平衡仍在持续。就目前的状态而言，只要投入的资金继续运转，它们就会一直持续下去。

尽管不是职业空头，艾萨克身上有着和最成功的看空者们一样的韧性。在2001年“仲裁者伙伴”基金运营的第一年，该基金下跌7%。2002年下跌6%。从运营最初到2002年9月为止，基金下跌幅度超过30%。这一切只不过为去年的惊人收益做了铺垫。艾萨克自责道：“逆市的变数太多了。”

然而，“仲裁者伙伴”基金的普通合伙人都很通情达理。他们有心理准备，能够区分长期损失和暂时损失，“帕玛拉特事件令人难堪，因为‘仲裁者伙伴’基金要为此承受200个基点的损失，这一损失是确定的、绝对的和无可挽回的”——还不如直接在后院点堆火，把美元烧着玩儿。但正如艾萨克所说，“因为国际移动通信运营商米雷康姆(Millicom)的股票在12月份暴跌了10个点，我们实际上已经‘损失’了2倍。对此我比较冷静地反思了一下，认为我们有充足的理由继续持有该股。因为该公司的股价与市场和其他同类股相比还是比较便宜的，公司业务仍持续增长。这笔损失并不是确定的，也不大可能成为永久性的损失”。

如果艾萨克会打棒球，那么米雷康姆国际移动公司(Millicom International Cellular，MICC)就是一记让人怀疑他服用了兴奋剂才能做出的全垒打。他告诉《格兰特》说，现在市场上像米雷康姆这样的公司并不多。“但多少还能找到一点机会，就是那些一直非常理性的公司。通常来说，这种公司的市盈率也非常合理。”但理性估值投资的问题在于，它们定价是为了追求合理的回报。投资经理把它们放入投资组合中，期望能达到某个最低预期回报率(hurdle rate)——对艾萨克来说就是15%。这意味着如果没有惊鸿一现的米雷康姆，投资经理就要保持相当高的投资准确率。艾萨克说，他还是更喜欢收集一大堆“必定获利的彩票”，比如，那些在2002年夏秋两季落在地上也没人捡的证券。不过那时候，从艾萨克的月收益可以判断，他也快撑不下去了。

然而，人们只能随遇而安。艾萨克现在在做什么？他更多地投资海外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在日本和韩国(但不在中国,他说他不知道该把钱投向何处)。在美国国内,他看多健康保健和生物技术,却把选股权交给了丹·迪克鲁(Dan DeClue,见《格兰特》,10月24日版)。他也看多市场先生从不喜欢的油气勘探及生产公司。艾萨克还提到了戴文能源(Devon Energy),其报价是现金流的4倍、运营收益的7倍。艾萨克说这个价钱还不错,因为该公司"在过去15年间开拓各类石油市场,近三年每股复合现金流(compounded cash flow)年平均增长20%。对我来说,这类油气公司的经营非常符合金融规律,但我不明白它们为什么突然变蠢了"。

本季度最受标准普尔500指数青睐的是金融股,包括银行、信用卡公司、房贷承办商等,占了指标权重(index weighting)的21.7%(曾经受宠的信息技术股占16.8%,排名第二,接下来是健康保健类股,占13.5%)。艾萨克却并未因此而兴奋。金融公司就是陷入债务的营销商。但债务,尽管我们已经见怪不怪了,却并不能"无视支撑它的收益流,让债务无限增长。我们持有许多私人债务,但它们的增长速度不能远超于税后收入总量的增速,无限度地膨胀下去"。

造成负债增长的一个重要刺激因素就是名义利率的下跌。借贷成本越低,借贷就越多。但艾萨克对利率将会持续走低表示怀疑:"我认为利率会随着时间逐渐走高。"

就本质而言,加息对一般金融机构来说有可能是利空,也有可能不是。但在扣除运营成本后,贷方收取与付出利息之间的差额缩小,就一定是一个利空消息。往细了说,信息交流和数据处理成本的一路下滑也是一个利空。艾萨克指出,随着技术进步,借贷的地理障碍消失了。"因此,"他接着说,"人们期待有竞争力的利差会缩小。"目前,净利差一般来自"大力度的成本削减、债务管理能力的提高、更具进取心的资产负债表,以及借贷的增加,包括品质较差的贷款"。但这些措施也要适度而行。"我认为这些新措施已被大规模地应用,因此,竞争的压力很有可能会压制贷方整体利润的上扬。这反过来就意味着贷方的整体利润无法成长,而再反过来看,成长无力又会导致利润空间的压缩。极端一点说,金融板块应作为指数的一部分,随着指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收缩而收缩。对萧条的市场来说，这明显意味着长时间的少许增值或是零增值。因此，我更倾向于成为被合并的对象而不是合并者。”

在 1987 年黄金牛市的鼎盛时期，艾萨克为《格兰特》写过一篇杂文，建议应该有人去埋些金块，将其称为金矿（他用的名字是“黄金循环”），并在当年黄金天价估值时进行 IPO（首次公开募股）。而就在上周，艾萨克又说“我觉得这儿的黄金很有意思”。他用“很”这个字是为了表示，将来金价的价格会比现在 400 美元 1 盎司的价格高出 2～5 倍，因为“人们越来越担忧通货再膨胀会再度发生”。不过，这些都是将来的事。艾萨克说，现在这个想法还不能实施。

在格雷厄姆与多德的银行

2005 年 2 月 11 日

上期《格兰特》刊登了一篇看空评论，内容涉及在新泽西州由沃农・W. 希尔二世（Vernon W. Hill Ⅱ）创立的商业银行公司（Commerce Bancorp）。而本期《格兰特》要向大家介绍一篇关于位于佐治亚州福赛斯县的门罗县银行（Monroe County Bank）的看多评论。该银行是一家悠闲机构，所有者兼董事长是卡尔・B. 希尔（Karl B. Hill）。这两位银行家虽然同姓希尔，但彼此之间没什么关系，也可能不会有太多的共同话题。不过，与在美国创立了第一家零售式商业银行的沃农・希尔一样，卡尔・希尔也是银行业的一位创新者。他的显著成功不是源自任何一种时下流行的经营理念，而是来自于乔治・F. 贝克（George F. Baker，1840～1931 年）的商业管理哲学，后者曾任古老的纽约第一国家银行（First National Bank of New York）的总裁。作为一名银行家，贝克重视证券经营而非借贷业务，强调财富创造而非收益增长。他从不在意分析家们喜欢的阶梯式可预测收益增长。他和卡尔・希尔一样，经常会难倒联邦派到银行的查账员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让崇拜者们感到不方便的是，希尔拥有县银行公司(County Bank Co.，CBC)的每一份股份。而CBC作为一家单一银行控股公司，又持有门罗县银行(MCB)的全部股份。《格兰特》的一些读者可能会认为，没有附加股票代码和美国证券库斯普号码(CUSIP number)的投资分析完全称不上是专业分析，只是文字和数字的胡乱拼凑而已。然而，如果说成功的前提是“有想法”，拥有创新思维和行动力的希尔绝对是一个值得研究的对象。就在圣诞节前，他把自己的想法写进了一篇题为“步调不一致的银行业：单一银行控股公司与其子银行”(“Out of Step in Banking：One Bank Holding Company and Its Subsidiary Bank”)的文章。

许多人会希望他们和希尔在文章中列举的情况不一致。希尔的笔调是嘲讽而困惑的。为什么他这个“离经叛道的乡下人”总是能发现丰厚的利润，别人却不行？这有什么难的！近年来，希尔购入了通货膨胀保值债券(TIPS)和欧元计价债券。他为充实雇员的养老基金投资了黄金和金矿股票。现在，因为加息预期，他发行了期限长、利率固定的大额可转让定期存单，对提前兑换施以大额罚金。因为预计到贷款损失加大，他减少银行放贷量(作为银行资产的一部分)，并且增加贷款损失储备金。他还预计到房市繁荣的破灭，并为此削减住宅房地产的借贷。

今年75岁的希尔1949年毕业于芝加哥大学，1960年毕业于哈佛法学院。他拥有芝加哥大学哲学以及哈佛大学社会人类学的双硕士学位。他是美国陆军的一名退伍老兵，曾在波士顿灯塔出版社(Beacon Press)担任主编一职(也是当时唯一的编辑)，还是美国住房和城市发展部[1965年由总统林登·B. 约翰逊(Lyndon B. Johnson)创立]的第一批工作人员。1968年初，希尔回到距亚特兰大南部50英里的家乡福赛斯县，从86岁的父亲手中接管了门罗县银行。当时，这家建立于1908年的银行正每况愈下，只剩下400美万元存款、200万美元贷款和价值3.2万美元的股票。因此，当年轻的卡尔向银行的其他持股人提出收购时，他们都欣喜若狂地把手中未被希尔家族控制的、总计60%股份全部卖给了卡尔。

卡尔整顿银行的第一条思路不是尽力发展当地的纺织大王成为其借贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户，而是找到那些"好拼搏、肯开拓、敢于冒险的企业家"所在的企业。截至1999年，当地原有7家纺织坊中的6家都消失了，而两家依赖这些纺织厂的当地银行也卖给了区域银行。同年，希尔已经从银行领域控制了福赛斯县经济中的汽车修理厂、锯木厂、建材供应店和建筑承包公司等产业。在1999年，门罗县银行已经拥有4 000万美元资产；现在则是8 200万美元。

现今，这家银行在有所保留后报出的有形资产账面价值（tangible book value），包括银行自身以及其控股公司所有的，共计1 470万美元；过去5年中，它的年平均增长率为18.47%。1999～2004年间，希尔亲自管理门罗县银行设立的小规模定投养老基金（defined-contribution pension fund），年度复合回报为37.6%（该基金因2003年投资次级黄金矿业股增值超过208%）。这位农民银行家对这次成功投资[1]的部分解释是，"我从来不看电视"。

希尔在生活中的节俭程度令人侧目。他只开一部1990年的林肯城市轿车（Lincoln Town Car），对衣着也毫不在意。他亲自用一台电子打字机写信，每次都把页边距调到纸张边缘之外，这样就能在页边留白处也打上字，以免浪费。希尔还一直住在1968年回乡时买的房子里。他神色淡然地说，去年夏天的成功是他个人金融事业上的里程碑。他第一次觉得自己"够富了，才招呼木匠上门给家里添了第二间卧室"。

希尔从不做别人做过的事，而要做别人想不到的事，这个习惯让他获利丰厚。比如，他决定让银行业务多币种化，在征得了州银行管理者的同意后，就着手设定了法律允许的最高非美元敞口（maximum non-dollar exposure），即产权资本的15%。当时是2003年8月。令希尔吃惊的是，直到2004年12月，佐治亚州其他271家受州法律管辖的银行中没有一家进行同类业务的申请。同样，在2002～2003年，门罗县银行持有的主要证券是通

---

[1] 2008年6月，卡尔·希尔提供了最新资料："我们银行的增长比较缓慢，但我们内部管理的雇员养老基金因投资微型市值矿业股，得到了丰厚的投资回报，目前基金规模已接近银行的法定资本（stated capital）……我们没有任何按模型计价（mark-to-model）的资产，没有金融衍生品，没有结构化抵押贷款（structured mortgage）的份额，也没有政府机构的介入，仅持有国债以满足流动性的需要。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀保值债券,而它也几乎是全县唯一持有该证券的银行。希尔评论说:"在金融业务成熟度以及在可能的金融风险应对方面,大多数银行与少数几家全国性大银行之间的差距是巨大的,好像一团星云与另一团星云之间的距离。"

希尔是一个既有思想又棘手的持异议者,他的想法和当今金融界的正统观念格格不入,所作所为也无不离经叛道——从投资控股公司到借贷给银行,从更改资产与债务久期到调整贷款损失储备金的合适水平。不过,总唱反调的他也并非事事如意,他曾尝试在一家杂物店开设门罗县银行的支行,但以失败告终。

作为一名投资者,希尔所获得的回报是极不稳定的。换句话说,如果他是对冲基金经理,早就丢饭碗了。1994～1998 年,门罗县银行的定投养老基金 5 年中有 4 年都呈下跌趋势。但在过去 10 年中,据未审计结果显示,该基金获得年均 12%的复合回报率(在分红再投资之前,标准普尔 500 显示数据为 10.2%)。希尔也投资股票,但主要是微盘股。

希尔和银行总裁比尔·贝兹莫尔(Bill Bazemore)都在为恶劣的金融气候做准备。门罗县银行 2.64%的贷款损失储备金率,比起其他获得州政府经营许可证金融机构的平均水平高出两倍还多。至于为什么要这样做,希尔回答说:"我们觉得美国经济遇到了困难,前面会碰到大问题、大麻烦。无论是通货膨胀还是通货紧缩还是兼而有之,我们认为许多借款人都无法按计划还款。原因如下:美国净储蓄过低甚至为零;每家每户的财务状况正每况愈下;因储蓄存款不足,各项产业严重缺乏资金投入。还有,对提高生产能力的资本投资过低。银行业将大部分资金都集中在周期短、贬值快的软件行业,而没有投入到周期较长、贬值较慢的资本设备上;甚至荒唐地认为消费者买房也是一种'投资'。目前的情况就是,缺乏资本投入,就业岗位就少;而借款人需要工作甚至是高收入工作,才能还得起利率越来越高的贷款。"

希尔在银行和投资界一贯的工作方法是,先构思出一个大的想法,再把大想法在工作中拆分成小点子进行实施。他先是肯定了自己的判断:证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场将于 2003 年春进入熊市。然后根据这个判断开始行动。一反银行业借短放长(borrowing short and lending long)的策略，希尔要求门罗县银行现在试着借长放短。据希尔所知，他是该县唯一执行这项策略的银行家。而就我们所知，他也是国内唯一这么做的银行家。

短期利率要低于长期利率，因此，尽管银行的收益曲线始终持平，但仍略有些上升的趋势。为了获得最大的净利差幅度，像商业银行、北福克银行(North Fork)这样的零售银行都在筹集短期低成本存款。而希尔因为预期到加息，反而一直寻找长期债务(long-dated liabilities)。他 60%的存单都长达 3.5 年甚至更久，“很多都是 7 年或 8 年的，而剩下的可转让定期存单的平均剩余期限也在 4 年左右”。同理，他认为短期资产比长期资产更理想。据门罗县银行的报告显示，其资产 4.8%是现金和存款，33.9%是 1 年内到期的短期国债或机构证券，55.4%是贷款(主要也是短期贷款)。

希尔率先承认了“长期负债加短期资产”模式是不易操作的。“一方面，短期存款比长期存款更易获得，”他指出，“另一方面，长期固定利率贷款也比短期债券或浮动利率贷款更易获得。存款人偏爱流动性，借款人则偏爱可预测性或稳定性。我们明知道在利率随市场增加时‘买进’，银行就能轻易获得短期存款和长期贷款。所以无论从哪一方面看，我们都是在向高难度发起挑战，但这样做有时会对银行目前的利润造成损害。”

希尔的办法不仅难以操作，在收益曲线积极上扬时进行操作还耗资甚巨。门罗县银行去年赚得 80 万美元，或者说增加了 1%的资产。希尔估计如果银行按传统方式操作，强调短期债务的话，能赚到 140 万美元。和其他银行家一样，希尔喜欢高净利差而不是低净利差，钟爱高效操作而不是低效操作。但他坚持说，盈利只是门罗县银行在深思熟虑的冒险后，获得的残余物、副产品而已。他宣称：“我们觉得，如果风险和损失减少，资产的市场价值增加，流动性足够用来抓住计划外的获利机会，那么利润早晚会随之而来。资产的市场价值远胜于账面利润。”

说起希尔最青睐的金融资产价值，要数2 498股社区金融服务银行(Community Financial Services，CFS)的股票了。位于美国东南部的 CFS 是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚特兰大银行家银行(Bankers Bank of Atlanta)的控股公司,它是一家高盈利、快速成长、专为银行服务的企业。希尔的门罗县银行是该企业最大的,也可以说是最快乐的股东,门罗县银行在20多年前用170万美元购得了该企业的股份,到2004年9月30日,市值已达530万美元。合计一下,门罗县银行在证券投资组合中还未曾"收割"的回报已达到380万美元,是银行公布的560万美元账面价值的2/3。希尔把这种未获银行承认的利润比作"隐形资产",没有了它,旧时的德国银行家们会觉得像没穿衣服一样。他讲述了政府派来的银行查账员在门罗县银行查账的事件。那个查账员对银行最近一个季度收益的品质有所怀疑,指出除了一些因证券出售而获得的利润外,门罗县银行的利润本应低于其他同类银行才对。希尔反驳说,在银行资产负债表上尚未实现的财富收益意味着,在未来10年间银行可将这些收益每年都按账面上的季利率剥离下来。查账员投降了,但他的怀疑也是有充分根据的。希尔承认:

越来越多的银行和门罗县银行的情况正相反,它们存在未承认的证券损失,却试图用期满偿还债券(held-to-maturity)而不是按市值计价(mark-to-market)来掩盖。所以尽管它们账面上呈盈利状态,但实际上缺乏贷款储备金。门罗县银行的原则是保证资产的真正市场价值得以维持或增加,从长期看,该原则会带来真正的利润。

希尔在债券方面一直看空。他期待利率上涨,原因除了老生常谈的那一套(他也读《格兰特》),还包括美国外部财务状况的恶化。与那些典型的利率先知们不同,他根据自己的信念做事。与绝大多数公司执行官们也不一样,尽管不愿意遭受损失,他还是向外投钱。他说:"现在严重缺乏有吸引力的放贷机会和投资机会。我们应该套利当前的流动性来应对未来的借贷和投资机会,而不是套利现有的存款利率来应对现在可制造收入的机会。贷款和债券利率会比现在高得多,因而更具吸引力。房地产泡沫的破灭会导致广泛的银行止赎(foreclosure),即没收无力偿还房贷的借款人抵押给银行的房产,这会使房屋价格比现在更低,从而凸显房屋真实、优质的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果美国货币充分贬值，尤其是如果美国的存款和投资率上升，可能会使美国的一些制造业重生，从而为银行提供比现在更多更好的工商业借款机会，门罗县银行有足够的实力撑到这些机会的到来。"

希尔对住宅地产这个话题一向毫不客气，在分析上极尽尖刻之能事。他根本不想与之有任何关系。(投资房地产则是另一回事了，他拥有好几块土地，仅在亚特兰大附近的亨利县就有1 300英亩。他说："我喜欢买地；不喜欢卖。")他还抱怨说："房屋价格、作为银行信贷一部分的房屋贷款、作为房屋价值一部分的住房抵押债务，以及房主负债都在周期性高涨，预示着未来麻烦不小。房贷在 1980 年占商业银行贷款的 30%，现在则超过了 60%。再把投入到住宅用土地开发、建材供应、家具制造等大笔'商业'贷款算进去，银行借贷向住房领域过度集中的情况就更甚了。通过联邦储蓄保险公司(FDIC)公开的财务报告，我们密切关注佐治亚州中部距离我们最近、无论大小的 40 家银行的动向。目前，40 家银行里居中的一家发放了 78%的'房地产'贷款，其中主要是房屋或住宅土地开发贷款。该行仅有 9.5%的'商业'贷款，而其中一些也间接与房屋建造相关。相较而言，门罗县银行则正相反，仅有 47%的'房地产'贷款，却有 40%的'商业'贷款，绝大多数都与建房无关。"

令门罗县银行烦恼的是合格借款人的匮乏。根据其贷款标准，能让该行感兴趣的美国先进产业几乎不存在。希尔认为，美国 50 个州里最成功的产业就是用于出口的合法印钞业，但该盈利惊人的产业完全依靠纳税人提供资金。接下来依次是：产品分销业("国外制造的产品，大多来自亚洲"，但该产业由大型连锁企业控制，根本不需要向门罗县银行贷款)；房屋建筑业(这项产业还没有受到来自亚洲的竞争)；制造业("状况正稳步下滑")；最后是"各种无法从亚洲进口的地方产业，如饭店、汽车修理、公共安全、法律和会计服务等"。这最后一类就是门罗县银行在过去和现在持续向其发放贷款的"产业"。但现在这类产业也逐渐和目前的高房价绑到了一起。在希尔眼中，房价已高到危险的程度，不可能持续走高。

按照希尔的想法，贷款应该可以自我清偿；债务本身也可负担自我清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算。从门罗县银行的文件中可以看出，他建立了一个理想的自偿贷款体系。早在1914年，他发放了一笔总数为387美元用于棉花收割的贷款，抵押品包括两辆货运马车、两头牛、一匹马和三头驴。驴的名字分别是马克、凯特和莉莉。这位银行家抱怨说："它们比银行现在习惯接受的抵押品要强多了。"

一个生活简朴的富人不大会看得上一个住豪宅却缺乏流动资金的人。不过，公平地说，希尔好像从不认为自己是一个特别富有或成功的资本家。["一位真正的资本家"是希尔在D. R. 霍顿房屋公司(D. R. Horton Inc.)年报的页边空白处所做的标注。这位公司以自己的名字命名的总裁指出，1978年他从一家市值仅3 000美元的公司起步，到2004年9月3日该公司市值已增长至40亿美元。] 希尔在文章中还写道："认为一栋豪宅可以解决所有家庭金融问题，这完全是痴心妄想。我在几年前针对个人、家庭和独资企业经营者的资产负债表设计了一个简单的'活性成分'测试，其原理类似于化学实验。在混有多种元素和化合物的化学溶液中，有些成分是不活跃的，对酸性和碱性活性成分不产生影响；有些成分是活跃的，它们相互作用，会让溶液变成酸性或碱性。在资产负债表中的负债部分也是'活性成分'，因为负债要求削减部分本金，还要求支付利息。资产负债中还包括能带来收入的资产，如股票、债券、共同基金、银行账户和房地产投资等，这些也都是'活性成分'，可以产生利润、分红或可售市值增长。"

希尔继续说道，房屋不属于这类活跃的、能带来收入的资产。尽管房屋在价值上可以升值，却不能产生收益。事实上，房屋需要使用现金，却不能产生现金，可以被视为一种"债务"。"因此，"希尔指出，"对于所有独资企业商业贷款的申请，以及多数较大额度的房屋贷款申请，我们银行只会审查申请人两个版本的资产负债表：一种将住房算作资产，另一种将现居住的房屋从资产中去除。第二种'无房'资产负债表能显示出借款人的'活性'债务与收入是否平衡，也能更清晰地反映他的资产流动性，还可以透露借款人的金融心理。"

但是，希尔当然不能代表金融界的主流。阿美利凯斯特(Ameriquest)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才是全美第一的次级抵押贷款公司(该公司还是每周日"阿美利凯斯特橄榄球超级杯赛"中场休息时表演节目的赞助商)。与门罗县银行不同,阿美利凯斯特体现了最新的经营模式。希尔说现今的美国经济让他想到一个虚构的"全民建房国"。这个国家的居民如何能获得现金流?他们互相借钱直到国内储蓄耗尽,然后就会向国外借款。"我们把本已匮乏的储蓄和巨额借款大部分都投进了美国房屋建造,"希尔在沉思中自语,"现在如果能向国外出口豪宅和建房土地就方便了,可以改善美国对外贸易逆差。可惜这些东西都不能出口。要不然让外国债权人住进美国的这些豪宅,让房主们像男仆、女仆一样伺候他们?不知道我们日本和中国的债主愿不愿意接受这种方式让我们偿还巨额外债?"

在主显节到来之际,希尔指出,门罗县银行"在经营时注重实际。当许多银行都通过放低贷款标准和增加贷款推销员的方式,来应对抵押贷款再融资(mortgage refinancing)和其他贷款的减少时,我相信门罗县银行总裁已经谨慎地削减了借贷部人员和分行员工,以便更好地满足当前的需求"。

这就是沃伦·希尔,请效仿。

汤姆森·汉基是对的

2008 年 5 月 30 日

卢森堡央行行长伊夫·默施(Yves Mersch)对欧洲央行极速增长的资产负债表的可信度表示质疑,此举引起了轩然大波。两周前,国际资本市场协会在越南举行了一次集会,他的这番言论正是在那次集会中提出的。除担任卢森堡央行行长一职外,伊夫·默施还是欧洲央行管理委员会成员,同时还是卢森堡大公国的本·S. 伯南克。如果说一种货币的力量是来自于其发行央行的资产负债表,只要这种说法成立,欧元就是不健康的,而且会越来越不健康——尽管默施并未明确指出这一点,但《格兰特》可以替他说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，世界大多数重量级的货币都存在这个问题，美元也不例外。房贷混乱是导致这次新贬值的直接原因，而央行长期以来一直遵行的一项信条是诱因。

默施出现在《金融时报》(*Financial Times*)的头版，他在报纸上承认，欧洲央行正贷款给世界上一些严重缺乏流动性的金融机构，而接受的贷款抵押十分可疑。默施表示，商业银行正在钻央行的空子，他呼吁人们对此情况进行"高度关注"。默施的言论让我们回想起汤姆森·汉基(Thomson Hankey)。

默施在世界央行委员会一副前程似锦的样子，而汉基尽管在1851～1852年间担任过一届英格兰银行行长，现在却很少为人所知。还记得他的人，也只是因为汉基一直和著名的沃尔特·白芝浩(Walter Bagehot)唱反调。沃尔特·白芝浩是《经济学人》杂志的第三任主编，并有"最伟大的维多利亚时代人"之称。白芝浩曾提出这样一条原则：在金融危机时，只要借方提供优秀抵押品并支付高额利息，央行应该自由放贷。汉基对此强烈反对，并撰写《银行学原理》(*The Principles of Banking*)一书回敬白芝浩。该书于1867年出版，出版前一年正值著名的欧沃伦·格尼银行(Overend Gurney)倒闭(人们有时会将这次倒闭和2007年的北岩银行倒闭相提并论)。在19世纪60年代，英格兰银行还是一家投资者所有的机构，主要经营一些常见的、营利性的商业银行业务。它只有一个公认的公共目的，就是管理运作国际黄金兑换标准。随时准备好将现金与金币相互兑换，法定兑换率为1盎司黄金等于3英镑17先令10便士，或用十进制计算，即等于3.89英镑。没人对此兑换标准有任何疑问。

但在白芝浩看来，英格兰银行并不是一个普通的存款银行，而是一个借贷银行，或是最后的流动资金提供者。事实上，弗朗西斯·巴林爵士(Sir Francis Baring)早在白芝浩之前就做出过相同的判断。在1797年的经济危机中，巴林将银行称为"最后的手段"。然而，白芝浩与巴林似乎都未预测到，几百年后，银行，确切地说是很多央行，会变成"最初的手段"。白芝浩说，任何拥有良好抵押物的人都应能在银行的贴现窗口，以一个合适的高罚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息率获得贷款。在19世纪中期，称得上是良好抵押物的是汇票，一种短期的、自偿性的借据。而房屋抵押则因为其与生俱来的非流动性而不被认可。汉基的一位亲戚C. 保罗特·汤姆森(C. Poulett Thomson)曾对银行业务的艺术有如下评价：银行业务没那么难，只要银行家们"能认识到抵押与汇票的不同"。汉基很喜欢引用这种说法。

读到现在，某位忙碌的读者可能会奇怪，为何编者要追溯到1866年来寻求对21世纪货币状况有利的建议。斯博士万灵痔疮膏、强身壮骨糖浆和韦氏植物生发灵都曾一度被视为最先进的疗法，从那时到现在，医药学已经取得了不小的进步。货币经济学也并未止步不前，不是吗?

你来做判断。汉基整理了两个主要的理由来反对白芝浩的主张。第一，道德风险：让利益至上的人们来相信英格兰银行将帮助他们摆脱困境，那么他们自己将采取措施、启动杠杆从而要求他们被救助。第二，公平问题：假如英国的银行存款利息声称对英格兰银行的存款有权利，那么为什么海运利息、建筑利息、铁路利息甚至臭名昭著的农业利息就不行呢?所有的经济参与者不都应该有权平等地从英格兰银行的支持中获益吗?

在本文中，美联储、欧洲央行以及英格兰银行都在采取特殊的措施来满足一些机构对于流动资产的要求，它们似乎不知道抵押贷款和汇票的区别，或者是AAA级企业债券和AAA级抵押的区别，这两个区别稍有不同。为了救助这些后知后觉者，央行以非流动资金抵押担保发放政府债券，而这些抵押担保从来不会出现在合理经营的金融机构的资产负债表上。事实上，在汉基那个时代，购买政府债券对央行来说都不是一个好的办法(更好的选择有商业贷款、外汇和黄金)。这个世界变化真快：黄金曾是流动性最大的货币资产，而今被正式停止流通；而抵押曾是最不具流动性的银行资产，而今突然没有选择地受到承认，被看作货币。

汉基有一句话似乎就是对2008年贝尔斯登公司破产后的忠告，他在一篇关于偿债能力的文章里写道："现金是最有价值的东西，它的本质并不能产生利息，但大家既不断努力使它产生利益，同时仍试图保持它的现金状态，这显然是不可能的。无论你把它变成什么外形，它也不能超出它应有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值，变成更多的资金；正是这种不断希望产生奇迹的尝试导致了人们对于信用的种种疑惑。人们长期以来都期待英格兰银行能创造出这种奇迹，人们强迫银行这样做，从而导致了过去20年里经济危机时出现的种种困难。”

所以，汉基希望银行家、贸易商、批发商和投机商人都能慎重行事，切忌过度借贷，更重要的是不要指望银行在紧急时候的贷款。大约150年后，北岩银行和英格兰银行都收归国有(1946年银行变成了公共机构)。银行推出特别流动性机制，用政府债券来交换私营部门的抵押，黄金价格从汉基时期的3.89英镑每盎司上升到了468.2英镑每盎司。从1867年至今，英镑对黄金的年贬值率达到了3.3%。

汉基的想法胜出并非毫无原因。金本位依然坚挺。当价格水平下降的时候，如同19世纪最后25年发生的那样，它就是下降了。没有一个金本位央行用新创造的信用制度来抵制这种趋势(尽管现在每个大的央行都会或者愿意这么做)。



真正无趣的是市场关闭

在汉基时代的金融财务安排中，没有货币政策委员会来固定利率，估计货币供应量，调节物价水平，或监督宏观经济平衡，有些人认为这是一件好事。然而，就像汉基察觉到的那样，利率不时变动，宏观经济调节不时自发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现。没有政府来插手这些事务。综观自金本位制取消后所发生的一切，我们可以说，人们都期望看到掌握着央行的伯南克(美联储主席)和默施(欧洲央行管理委员会委员)鼓励的眼光。如果有一个大家都认可的人来为利率、物价水平和/或人才市场负责，无论这个人是否能真正达到这一要求(我们肯定他是达不到的)，很多人甚至大多数人都会感到高兴。

现在人们一致认为美国是一个市场主导的经济体制，而欧洲更接近于一个银行主导的经济体制。但事实是，世界范围的次贷危机已经将美国推离市场，将欧洲推离银行。两种体制都在朝着政府主导或是央行控制的方向发展，并且两种货币都变得越来越不稳定(在去年夏天信用危机来临之前，两种货币就已经离稳定远去了)。

在美国今年的大选年里，次贷市场社会主义化的飞速发展进行得相当顺利，甚至没有多余的讨论，更不要说是反对。在 2007 年第一季度，政府资助企业获得的抵押贷款占所有抵押贷款的 81%，比 2006 年第二季度上升了 37%。在今年的第一季度，房利美获得了抵押贷款中的一半，比 2006 年翻了一番。但与最大的政府资助企业相比，房利美和房地美可能只是原地不动。

5 月 6 日在波士顿，联邦住房金融委员会主席罗纳德·罗森菲尔德(Ronald Rosenfeld)当着抵押贷款银行家协会成员们的面，指出受他所在机构监督的联邦房屋贷款银行已有接近 1 万亿美元未偿还的贷款或放贷款项(9 250亿美元目前未偿还，在 12 个月内增加了3 000亿美元)。路透社报道了罗森菲尔德的评价，他说联邦房屋贷款银行正面临着越来越大的风险，因为它们的贷款集中贷给了那些最近声称加入联邦房屋贷款银行的大金融机构。这些银行包括全国信贷公司、华盛顿互惠银行和美国富国银行集团。联邦房屋贷款银行最大借款人的贷款占了所有贷款的 37%，罗森菲尔德指出，这些借贷的集中度令人震惊。只要市场需要机构债务，联邦房屋贷款银行就可以继续为其商业银行成员提供贷款。外国央行似乎不会放过这次机会。据最近一次房贷银行的汇报，自 3 月以来的 12 个月里，外国央行投资占了发行债务的 40%，是最大的投资集团。据彭博社 5 月 19 日的报道，俄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国央行对政府资助企业表示了极大的兴趣：21%的俄国货币预留金都投资了房利美、房地美和联邦房屋贷款银行的贷款。

以进化的眼光来看待时下的金融动荡，我们可以看到一种因果循环。央行选择了白芝浩的想法而抛弃了汉基的观点，将经典的货币流动性学说抛在一边。财政政策似乎总被推行到一种极端。全球信用机制曾公然被冻结，而现在是时候将它解冻了。这项工作的一个巨大困难就是英格兰银行和欧洲央行选择承担的那些巨大借贷债务，在过去的 12 个月里，欧洲央行和英格兰银行的资产负债表分别增加了 21%和 19.4%。(与之相比，美联储是一个节制典范。)

在对白芝浩学说的评论中，汉基未能想象出未来的金融工程师们对于 21 世纪劳而无获的央行放在他们面前的机会将如何反应。据英国《金融时报》报道，全世界的投资银行都在将抵押贷款打包来解决欧洲央行和英格兰银行产生的特殊流动资金机制问题。据 5 月 16 日的报道，英格兰银行最近创建了一种机制，使得英国的银行可以获得抵押贷款资金，英国《金融时报》得知政府发放了价值近 900 亿英镑(1 750亿美元)的债券——几乎是 3 个星期前首次发放的 500 亿英镑债券的 2 倍。

英国《金融时报》还报道说，从事资产债券化的投资银行家们声称，他们的主要业务是整理出那些符合欧洲央行注资行动的债券。有些分析师对市场恢复后这些债券是否可买卖表示担忧。

我们相信，更多的分析师会对这些货币举动可能导致的新一轮货币贬值风险感到担忧。对于我们自己来说，我们很期待贬值。沃尔特·白芝浩是一个极聪明的人，但汉基更具前瞻性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　在地球股市

大人物的危机

1999 年 3 月 26 日

以下是詹姆斯·格兰特在亚利桑那州图森市美国人寿保险委员会做的演讲。

我今天要就一个重大的主题进行演讲，珠玉在前，想要讲好这个主题并不容易。大家都知道，今天我能到这儿来演讲只是因为彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)生病了没法来。彼得曾在 1996 年撰写过一部讨论风险管理的大作《与天为敌》(*Against the Gods*)。你们一定会赞同：在充满投机气氛的 20 世纪 90 年代，能以风险管理为题材写出一部世界畅销书的人绝对是位奇才。

彼得对时机的把握令人敬佩。我认为，这是金融上最危险的一个连接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。我知道我以前曾多次这样说，我也充分了解我不断重复这样一个不好的信息并没什么新闻价值。我已经决定在下次这样千载难逢的时候做得更好。

关于风险，最棘手的问题就是当它很危险的时候却表现得不明显，而当它表现得明显的时候又不那么危险。如果你承认了这一点，那么你就得同意美国现在正在作茧自缚。对于大多数投资者而言，风险从未像现在这样表现得这么不明显。就像尽管小儿麻痹症没有完全被现代科学根除，但已经显现了被根除的迹象。《时代周刊》上月展现了我们这个时代的精神，在它的封面上，是艾伦·格林斯潘、罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)和劳伦斯·萨默斯(Lawrence Summers)的照片，分别被标记为“拯救世界的机构”。里面的报道暗指没有金融风险不可以被这些由开明公务员组成的委员会所解决。

正如其他的金融观念一样，对风险的定义不断地被更改。它的定义随着金融和经济环境而改变，并且它的定义目前正随着牛市而转变。对于1999年的专业短期资本经营者来说，最具风险的资产并不一定是利率衍生工具、商品期货、俄罗斯的债券或国内小型公司价值股票基金，而是国库券。现金是下一会计季度最不可能在价值上翻倍的资产类别。投资肯定跟不上标准普尔指数。

对我来说，风险就是损失的可能。这并不是指低于标准普尔指数的风险，就像你的任何一个邻居在49岁去波拉卡顿一样。(也并不是某个特定的证券随着指数而波动的风险。如果能在一个吸引人的股价买进，那么股价再怎么波动又能怎样呢?)价值投资者赛斯·卡拉曼(Seth Klarman)长期思考并严肃对待这个课题。“预期将无法估量，”他写道，“回顾过去，风险无法估量。你能够估量一项投资的结果，但你无法轻易估计什么没有发生，那些潜在的甚至没有被预料的风险都被避免了。”

我认为赛斯可能是第一个认为考虑风险并不会使你富有或更富有的人。麻烦在于，试图规避风险的投资者在与那些不在意风险的人竞争。后者想不到可能的损失。我曾很同情这些人，他们甚至都不具备明智购买《格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"什么是价值？什么是价值？市场上涨，那就是价值！"

兰特》的判断力。现在，我想他们该同情我了。在现在这种天堂里，唯一相关的风险就是新股弱势，就是未能跟上某人的妹夫——网络交易员。我敢预言这将改变。根据共同基金的净流入弱化以及下层民众和少许股票之间越来越大的鸿沟来判定，看起来这种情况正在改变。

彼得在书中指出，正是掌控风险的科学本身制造了风险。比如，一个平时谨慎小心的司机如果在他的新车里安装了安全带和安全气囊，那他很可能就不会像平时那样注意躲避路上的冰。同样，一个保守的投资者在关注了美国联邦储备委员会主席及其他委员救市的行为后，很可能也不会那么保守了。

用来武装千禧年的投资者的就是一个想法，即坚信从长期看，一个持有多种普通股的投资者不会受到损害。或者我应该这么说，持有多种普通股的人不在这个风险循环之内。美国以外的长期权益投资人已经承受了损害，即使在国内外，过去也发生过这种情况。长期持有股票无论在购买它们时是什么价值都是有利的这种理论，已经变成了世俗的真理。《华尔街日报》的社论版关于这是天朝王国的主题几乎每天都有变化。然而，对我来说，并不是理论本身使得广大投资者信服，而是这些盈利的投资，比如，未经核查的明显无条件的标准普尔的回报，刺激了这些理论学家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像香槟一样，牛市移除了抑制作用。这次跌落是 20 世纪 70 年代早期熊市以来的第 25 个年头。1974 年以来，股票价格的盛行风标就上升了（当然其中也有下落，这也是买房的最佳时机）。这半个世纪给人留下了深刻印象。与之对比的是 1929 年经济崩溃与 1954 年突破新的最高峰之间跨越的年代。这 25 年的投资空白使得早期的投资者避免承受风险，避免任何一种形式的风险。为了给那次熊市一个正统的说法，我引用大都会人寿保险公司主席弗雷德里克·H. 艾克(Frederick H. Ecker)的话，这是 1941 年秋天他在劝导纽约人寿保险规章允许保险公司投资普通股时说的。“毫无疑问，普通股是明智的投资”，他说，像他这样的公司理应拥有债券。“股票是合理的，那家公司的债券就更加合理了。我们认为，在购买公司债券方面，我们比购买股票更加明智。”要注意，这个论断的提出并没有考虑到价值（那个时候，股票远远多于债券）。也要注意，艾克的此番讲话发表于股票市场达到 1942 年低点的半年前，而这次低调在此后的 20 世纪都不会再出现。现在，弗雷德里克·艾克们想要把他们的保险公司变成股份，这样他们就可以用股票或职工优先认股权来进行支付。

作为《格兰特》的一名编辑，我意识到我把过多的时间都耗费在股票市场上。这并不是说我还是弄不懂巴顿·毕格斯(Barton Biggs)，而股价是因为股票市场几乎已经变成美国经济最大的标志。在金融领域，它定下了投机分析智能的基调。我无意贬低低利率对于日后经济繁荣的贡献。它们改变了股票价值的参数，但股票价格的升高已经改变了宏观经济、社会和政治参数。如今的股票市场就像一面镜子，反映了公司业绩的长期增长。它甚至是丰饶的象征，显示着当日交易者、网上企业家、401(k)养老计划投资者以及前总统布什的财富。而布什很有远见地没有接受 8 万美元现金的讲演费，而是接受一家私人移动通信公司的股份。牛市已经改变了公司汇报业绩和支付员工薪水的方式，也改变了人们对未来的想法和存不存钱的想法。它也会深远地影响中产阶级和政府的关系，而股价上升的那天迟早会结束。

我现在能设想到即将到来的关于股市崩盘和克林顿政府1 000亿美元的股市救市计划（虽然多数人认为这是不合适的）的联邦听证会。我设想纽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约证券交易所主席理查德·格拉索(Richard Grasso)向国会联合经济委员会成员解释什么是股价增高率、账面价值和股息生息率,这些对他们来说都是新名词。

正是股市为其他市场,也包括信贷市场,设定了一个基调。这样在股票价格平稳上涨的情况下,美国公司的信贷质量就明显下降。比如,穆迪公司称,去年低于投资级别的优先无担保债券的发行人占41.8%,创历史最高。银行借款情况类似,去年辛迪加指定借贷用于并购交易的份额就上升了30%以上,而1993年为10%。标准普尔评级公司的分析员利奥·布兰德(Leo Brand,曾于1998年协助组织企业借款量的调查)一次在《美国银行家》的一篇评论中总结了调查的结果,“借贷质量现在很差”,显然,经济衰退或者熊市并不会起到促进作用。

通过观看“华尔街每周报道”节目和阅读《华尔街日报》,公众已然重新校准了投资预期。如果标准普尔指数每年的回报达20%,且年年如此,人们会问,为什么要选择回报少的投资?为什么安于领薪水而不去投资股票?如果500万美国人每天从网络获益,而且交易很有乐趣,为什么要选专业的货币管理呢?

小家伙日益繁荣,大家伙则不然。与我交谈的专业人士都十分担忧。由技术获取的收益率一直下降到零。他们说,如果他们没读资产负债表的脚注就好了。传言热门股票将会翻倍,这时一些最成功的专业投资者在这个会计季度的情况特别糟糕,这并不是偶然。

我并不关心广播中播报的泡沫,每个人看似都在观察别人做什么投机。我用“投机”这个词是经过考虑的,投资成功不过是对未知事件的偶尔正确的推测,从这个角度说,投资就是投机。

这样,包含同种资本结构下两种证券的套汇或许也是一种投资,因为结果无人能很好地预知。另一方面,立即购买标准普尔500指数股是失败的投机。按盛行的估算标准,只有情势发展保持完美的态势才能成功。

如果发展态势不完美呢?

思想家、实干家史蒂文·莱乌托尔德(Steven Leuthold)计算出,中线基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的回报预示着标准普尔 500 指数下降 52%，他补充道，对于已经萧条的小盘股，风险要小些，指数下降 10%。

数百万美国投机者们该停手了。联邦储备系统也没有能力预测到不可知的未来。如此展望 1999 年，联邦公开市场委员会在 1998 年 2 月公布，GDP 增长为 2%～2.75%，消费物价上涨在 1.75%～2.25%之间，他们为之欣喜若狂。联邦储备委员会运作了利率专业人士众所周知的“肯塔基调整”。该事件无先例可循，如果依照保罗·A. 沃尔克(Paul A. Volcker)设定一个“雪茄烟灰”标准，那么今天就会有艾伦·格林斯潘的直觉标准。现在看来结果还算好，但如果当时他的直觉不准确呢？

美联储要面临的并不是它未能实践之前夸张的报道，说美国金融市场面临的是最低风险。《格兰特》已经尽最大努力紧缩中央银行的泡沫，比如，我们指出去年秋天美国资本市场的失灵并不是货币政策有意为之，美联储也没有故意使其发生。当美联储试图通过削减联邦基金利率来恢复流通和双向信贷市场时，它成功地重启了股票市场(尽管说实话，美联储至少振兴了股票市场，大盘股有所起色，小盘股则仍萎靡不振)。我们在美联储那里失分的举措在于联邦储备系统及其主席的名字过多地与“上帝”联系在一起，比如，“感谢上帝使我们有了格林斯潘”。这反映了黄金储备的不足，而它却与通货相抗衡。这令人想起去年的两个词：“纳粹”和“黄金”。

或许今天市场最大的风险就在于市场本身。股票的盛行引起期权补偿的潮流，甚至是狂热。而这种期权补偿则被用于夸大公司业绩。“员工持有股票期权的影响如此巨大，以至于影响了宏观经济。”史密瑟斯咨询公司(Smithers & Co)的一项新调查这样说，“公布的业绩与生产能力利用之间的关系改变了。国内生产总值与国内收入总值的矛盾越来越大。”1998 年底，标准普尔 500 指数的价格与获利比率已达长期平均值的 3～5 倍。

“1952 年时，”该报社论版主编保罗·基各特(Paul Gigot)在上周五的《华尔街日报》中写道，“由于受经济大萧条和第二次世界大战的影响，只有 4%的美国人持有股票。即使在 1981 年里根执政前期，也只有 16%的美国人持有股票。10 年之后，上升到了 24%。但到了 1997 年，10 个成年人中有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过4人持有美国公司的这种或那种股权。"如果所有美国人都拥有股票，是不是会有更惊人的上涨行情？在我看来，不会，除非联邦房屋贷款银行通过信贷融通条款来提高人均值。有趣的是，基各特把1952年作为参照点。1952年3月24日，《巴伦周刊》的一篇文章试图教导人们进行买入持有的投资，文章作者对比了1929年和1951年龙头股的价格。美国无线电公司的股价从1929年10月31日的50美元降到了1951年的23美元，通用公司在1951年是59美元，并未回到1929年金融危机时的63美元。托马斯·F.威尔莫(Thomas F. Willmore)写道："寓意很清楚，在牛市结束前，如果一个投资者不把相当一部分账面利润转为现金利润，结果可能会不尽如人意。"事实上，寓意可能还不是那么清楚，战后牛市才刚刚起步。《巴伦周刊》在同一期的另一篇文章中提到，通用汽车的股价是其收益的9倍，投资收益为7%。长期国债的收益为2.70%。风险很明显，正如基各特提到的，由于战争和大萧条，强制性估价并非偶然。

1901年创建美国钢铁公司的资本家都是明智的人，他们也愿意分享股权收益。当他们给所有雇员提供以特许价格分期付款购买优先股的机会时，令人高兴的是，公司10%无技能的工人签约购买，他们平均年收入不到550美元。《金融与贸易》(*Finance and Commerce*)杂志认为，美国公司的尝试会把整个国家变成"充满极端保守主义分子的国度"。如今的这种转变比过去更深远，但我怀疑牛市里资本家的信念并不是那么坚定。但接下来的投资可能就不会那么尽如人意了。比如，共同基金的权益指数每年达20%。据经济学家格尔特·冯·德·林德(Gert von der Linde)观察，过去数十年最基本的转变，就是美国的基金管理从固定福利系统转变为固定缴款。越来越多的美国雇员，无论是保守的还是不那么保守的都管理着自己的钱。他们在有史以来最有价值的牛市买进。难道这就是历史的末日了？

并不是。社会主义者未能按照他们的理想制造人类，资本家也不能。当时机恰好的时候，令人难以置信的股价上涨就会消失，风险的定义就会周期性地被重新界定。让我重申我的观点："风险就是损失的可能。"谢谢大家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空调的经济后果

1999 年 6 月 4 日

华尔街的权威人士认为，互联网是有史以来最重要的一项创新。股票经纪人和银行家毫无保留地这么说，并且让我们也用同样的劲头进行投资。总体来说，他们建议我们不计价格和价值地购买网络股。对他们来说，与互联网相关的长期投资其主要金融风险只有一个，就是不去投资网络股。图书网站亚马逊（Amazon. com）、购物网站eBay、在线旅游网站价格在线（Priceline. com）、网络股票券商网站电子交易（E*Trade）和嘉信理财（Charles Schwab）等网络公司尽管还没看到未来，但都已自称为“未来征服者”了。看多者们认为，目前这些公司还未遭遇到显而易见、极具分量的竞争对手。事实上，这些网络公司已被视为与曾经的杜邦、通用汽车和宝洁一样，深深扎根于美国经济。

在经济气候的严冬，我们并不相信上述这些说法。在纽约的这个夏初，我们甚至对这些观点产生了更大的怀疑。对于那些住在有雾、炎热和潮湿地区的人们来说，互联网的影响力一直未能与低科技的电器——空调——相提并论。有远见者们可能会说，网络出现等于开创新产业，重振旧产业，增强生产力，以及重新书写了全世界的社会、经济和政治生活。但空调也做到了以上所有的事情，甚至更多。尽管空调业迄今为止仍未创造出一个金融伊甸园，但我们了解其中的缘故。

本文的目的是要说明，科技巨变的后果是复杂而不可预测的。创新会使这个世界更具生产力，但与此同时，创新也会以种种难以预测的方式降低生产力。因此，从好的方面看，互联网不可思议地扩大了可获取的人类知识储量，甚至延伸到了证券分析领域。从坏的方面看，互联网让每个白领雇员都有机会不务正业，做日间操盘、写电子邮件，甚至玩电脑游戏。互联网还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

促进了美国核技术在全世界的传播。总而言之，我们认为，互联网对美国生产力所做出的净贡献，要远远小于那些传说中的总贡献。

改革一旦开始，很少会像改革家们计划的那样进行下去。那些新发明的主要受益人也通常不是那些构思、投资或推广新发明的人（受益人有时会是改革者的儿子辈甚至是孙子辈）。例如，当威利斯·哈维兰·开利（Willis Haviland Carrier）在 1906 年 1 月 2 日因“空气处理器”而被授予第 808897 号专利时，这位空调之父当然不会预测到未来臭氧层的空洞，或者国会周期被延长至 12 个月之后的政治后果。“我相信在 20 世纪 30 年代，空调的安装不仅仅给五角大楼带来了凉爽，”马萨诸塞州共和党参议员约瑟夫·W. 马丁（Joseph W. Martin）在 1960 年回忆道，“还延长了国会的开会时间。”美国的中央集权制能在一个没有空调的首都开花结果吗？在技术领域，也经常有借方和贷方。

跳过 2 500 点，也跳过精心挑选的字眼，我们关于投资的首要结论是：第一，创新无法提供保障来对抗宏观经济动乱；第二，安全边际对于高、中、低科技投资同样重要。因此我们要说，20 世纪 50 年代至 60 年代惊人的生产力增长并非源自人类的日渐完美，而是由高通胀造成的。至于互联网，我们完全相信它有能力自我毁灭，给更精彩的信息技术让位。

初级网络交易现在已变得非常简单，配置在线新股发行即可。而源自互联网次级、三级效应的中高级网络交易无疑将变得更精细、更复杂。比如，卖出那些开始因革命而毁灭的革命性产业的股票，购买互联网新技术受益公司的股票，以及——仅仅是一种可能性——卖出市政公债（municipal bond）。而这些交易会引发的意外后果（我们从最近州政府和市政府的警示中可略知一二）是营业税因电子商务而减少。谈及“网络”时，我们首先想到的并非“公共金融”，而是未来的税收饥荒（以及因免税债务而引发的潜在熊市）——尤其是对全国县级协会以及美国市长会议的成员而言。如果早知道这些，阿尔·戈尔（Al Gore）还会在 1999 年接受 CNN 的采访时夸大自己对互联网建设的贡献，甚至说出让世界人民笑话的“我发明了互联网”的话吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们认为，空调的故事就是在告诉我们要直面数码时代的风险、机遇、希望，甚至是错觉。雷蒙德·阿瑟诺（Raymond Arsenault）曾撰写过一篇精彩的文章，名为“炎热长夏的终结：空调与南方文化”［首发于 1984 年出版的《南方历史》（*The Journal of Southern History*）］。他在文章中指出，空调这项伟大的发明没有一开始就流行开来，“所谓‘空调革命’……实际上是一场进化，一场持续了 70 年的漫长、缓慢、不平衡的发展过程”。1902 年，布鲁克林的一家印刷厂第一个接受了开利的设备。此后，大量工业界的客户接踵而至，但直到 1922 年离心式制冷技术的商业化取得成功之后才进入所谓的“舒适市场”（让人体感到舒适）。在 1925 年阵亡将士纪念日这天，开利成功地冷却了纽约沃里剧院的赞助商们，新时代终于开始了。而近 30 年后，家用空调市场才应运而生。开利自己没能看到这一天。

空调的历程和数码革命不一样，是吗？事实上，两者非常相像，只有一点不同：1999 年，股市愿意将亏损公司资本化。而在开利大部分的职业生涯中，股市只会资本化那些盈利的公司，或那些至少在起步时能够盈利的公司。“我只钓可食用的鱼，”这位发明家习惯这样说，“而且只捕获可食用的猎物——即使它们还在实验室里。”

开利公司（Carrier Corp.）在今天和在威利斯·开利去世时的 1950 年一样，仍是毋庸置疑的空调业老大，约克公司（York Corp.）、富及第（Frigidaire）、特灵空调公司（Trane Co.）和西屋（Westinghouse）——在此仅稍举几个同行业的对手——从未能超越它。知道这一点，也许会给亚马逊、eBay、价格在线以及其他第一代网络公司股票的投机者们带来信心。

另一方面，从 1929 年到 1979 年开利公司被美国联合技术公司（United Technologies）收购为止，就道—琼斯工业平均指数而言，如果你研究一下开利股票的价格就会发现，该股从未长时间地跑赢大盘。可见，通向室温世界的道路是崎岖不平的。据这位发明天才的传记记载，因没有市场需求，开利公司在 1933 年左右被迫暂时中止其住宅制冷设备原型机的生产。看多者们会反驳说：事实是这样没错，但那是因为经济大萧条。《格兰特》回答道：事实是这样没错，可见空调也挡不住经济大萧条。（《福布斯》指出空调“令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 30 年代的公众大失所望"。)单凭创新是无法驱动世界经济的。

只有那些最耐心、最长寿的空调看多者才有机会证明自己是完全正确的。历史学家阿瑟诺讲述说："航运巨头亨利 · 凯泽(Henry Kaiser)在 1945 年展望未来新事物时，宣布要建设'家居内全部装有量产空调的完美社区……'到 1947 年，房间空调的销量攀升至 4 万多台，但那时住宅用空调的销量仍只占该行业全部生意的 2%。到 1950 年，该数字上升到 5%，但在大多数地区空调房间还是稀罕物。"

不久前，汤姆森金融(Thomson Financial)旗下的实时经纪行研究公司"第一声"(First Call)宣称，eBay 的股价在 2009 年预计会达到净收入的 55 倍，仍然估值偏低。这样的信任——对新技术的持久性、对新公司利用新技术的能力、对未来的可预见性，以及对我们所知文化的稳定性——在华尔街只是周期性地出现。但这份信任在本应最充足的时候反而短缺，也就是说在价值偏低的时候，信心却不足。而在家用空调时代到来之初的 1951 年，人们对空调的信心也不明显。

那时阻碍空调股大涨的并非未来的因素，而是过去的阴影、人们对大萧条的痛苦回忆以及对更多厄运的恐惧。如果说现在的市场是相信一切，那么当时的市场就是怀疑一切。1951 年夏，道—琼斯指数达到 263 点，创 20 年新高，也是第一次回到 1931 年大萧条时的点位。

阿瑟诺继续道："在 1951 年，低价、高功效的空调进入市场，销售量如火箭般蹿升，在南方尤其火暴。"《巴伦周刊》的约翰 · C. 佩勒姆(John C. Perham) 在 1951 年 8 月写道："随着人口增长，生活水平提高，每年气温缓慢却恼人地上升，以及空调设备更强大、更具适应力，这些因素汇聚在一起击溃了所有障碍，空调业前景灿烂，不大会遇到严重问题。"但《巴伦周刊》未能提及的是，开利公司的股票交易价格只有净收入的 5.2 倍，以及该公司最近一个会计季度年净收入的 2.4 倍。按照每股 23 美元的最低股价计算，股票收益率为 4.2%(长期国债收益拿走了 2.65%)。

我们一直读到，在不远的将来我们会体验到"用户界面"、交流方式和电脑技术方面的突破。因此，理查德 · 罗(Richard Rowe)在 4 月 9 日的《波士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿商业新闻》(*Boston Business Journal*)上写道："在接下来的10年，我们将看见电子墨水、平视免提显示仪、智能个性化声控装置以及头脑机器。自印刷术出现以来，上述科技比以往任何创新都更能转变人类形成、获取和运用知识的方式。"

这些技术创新当然都非常精彩，但没有一项可以像空调那样改变美国的移民模式，使美国从弗吉尼亚州到南加州遍地沙漠和干土的"阳光地带"变成理想的居住地。也没有一项创新可以与空调匹敌，让无论是印尼首都雅加达的住户，还是美国城市巴尔的摩的居民都感到无限舒适与健康。如果总是热得让汗水流进眼睛，谁还能真正享受数字互动的乐趣呢？

有人将会这样说，网络变革的并非肉体世界，而是精神生活。然而我们感到，头脑只能接受一定限度的革命。在1969年出版的《适宜环境的建筑》(*The Architecture of the Well-tempered Environment*)一书中，雷纳·班纳姆(Reyner Banham)指出，空调和电灯使"环境对设计的约束"都不复存在。在新世纪，你可以任意选择任何地点与房屋居住。这要感谢你——大学教育理论的提出者约翰·纽曼(John Newman)。

班纳姆接着写道："绝对多样化和无限选择性的建筑模式已经在我们的生活中成为可能。但无限的选择可能往往会导致被选对象的均一化和无差别化。在美国，空调如今已使得全国范围内由土地开发商建成的轻型、设计相似的房屋均可居住。因为该类型的房屋是全美建筑业共同制定标准打造的，因此已经在从缅因州到加利福尼亚州流行开来……"

网络支持者们普遍赞同"创意应无限多样化"的观点。对此我们要说：这辈子就别想了。我们在郊区不得不住着一模一样的房子，在网上也只能看到别无二致的信息。人们在网络能访问到的金融信息岂不就和我们居住着的房子一样大同小异？因网络而生的同质性显著体现在处处可见的在线"公司快照"，即对公司信息的描述均差别不大。

华尔街研究网络(Wall Street Research Net)的首席执行官劳伦斯·斯特恩(Lawrence Sterne)思考后指出，有人可能认为，标准普尔公司以前是把各公司的财务摘要用活页夹的形式提供给客户，现在互联网提供的信息一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定会更加详实出众。但事实并非如此。此外，斯特恩还提到，每个人试图获取相同的快照，“人人都有，所以你也要有”。这并不意味着网络上缺乏独特的金融信息，斯特恩接着说。问题是它们分布得太狭窄了。

我们要把下面这个问题留给《格兰特》的读者自己决定，即在理财时感性判断和理性分析分别占多少比例(照我们的经验，情感因素不超过90%)。而且，互联网已经成为投机这种情感判断的高速公路。数字技术支持的熊市会是何种模样，这可能是我们所有人都担心或渴望知晓的。当然，在数字技术支持下的牛市业已创造了纪录。在谈及其广泛在线经历时，专业理财经理兼作家威廉·A. 弗莱肯施泰因(William A. Fleckenstein)说道：“人们都相信信息就是知识。其实不然。”

总而言之，今夏我们还是会使用空调。

以防万一

1999 年 7 月 16 日

美国在线的创立者兼董事长史蒂文·M. 凯斯(Stephen M. Case)，这位拥有一切的男人放着新经济时代各种划算的交易不做，却转向一些古老的行业去进行投资。他令人惊奇地选择购买了毛伊岛土地与菠萝公司(Maui Land & Pineapple)41.2%的股权。该公司的成立时间颇长，早在万维网出现之前就成立了。

现年 41 岁的凯斯在夏威夷出生并且成长，因此，这项投资美国第 50 个州的决定可能是他用主管直觉的右脑做出的。尽管如此，他仍能够轻松、合理地对其资产进行小规模的再分配：从市盈率高的板块(市盈率高这个概念对该特殊板块来说是毫无意义的)转向市盈率低的板块。凯斯推断因为所有人都正忙着投资网络股，现在可能是投资夏威夷的最佳时机。如果是这样，我们认为他洞察了事情真相。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难想象有什么其他投资能像毛伊岛土地公司(美国股票交易代码MLP)和亚历山大及鲍德温公司(Alexander & Baldwin,股票交易代码ALEX)一样,几乎与数字化无缘。这两家旧经济机构极具相似性,都是真正在土地上种东西的。毛伊岛土地公司种植菠萝,亚历山大及鲍德温公司出产甘蔗和咖啡。此外,毛伊岛土地公司还拥有卡帕鲁阿度假村(Kapalua Resort)、几处购物中心,以及28 600英亩土地(包括其建筑物所占有的土地),全部位于毛伊岛上。亚历山大及鲍德温公司除了农业收入,还拥有一家航运企业,以及在毛伊岛上不少于69 000英亩的土地。"从创造潜在价值的角度看,"亚历山大及鲍德温公司在最近的年度报告中用一种市场营销的口气宣称,"我们毛伊岛的土地……位置最佳。它被评级为世界头号观光岛屿,拥有璀璨未来……"[1]

就在不是很久以前(大约10年前),投机者们前途惨淡。伟大的反通货膨胀牛市与这些岛屿擦身而过,没对它们产生任何影响。在1986年,已故的哈利·温伯格(Harry Weinberg)试图加仓其毛伊岛土地公司股票(他当时拥有37%),他出价每股25美元,购买该公司员工持股计划下的一部分股票。温伯格当时坚持认为这是"一个绝佳的价格"。他显然想象不到这个价格究竟有多"好"。该股在今天的报价低于18美元。而不久前在去年12月30日,其股价还不到9美元。亚历山大及鲍德温公司的股价攀升到最高点,也是1989年的事了。

夏威夷房地产在20世纪80年代至90年代的经历,当然也构成了美日信贷之战的一部分。正是日本资产通胀提供了所有剩余资金,打造起了1988～1990年的毛伊岛牛市。结果自然是悲喜交集,因人而异。接下来,又是日本信贷收缩引发了随后的熊市。在我们看来,目前各种条件已经具备,新一轮牛市即将到来。不过,此次资金来自美国资产通胀,尤其是那些受益于上一轮经济繁荣期而现在已上了年纪的商业大亨与小亨们(凯斯正

---

[1] 事实证明,夏威夷的房地产不是一项多糟糕的投资(毛伊岛土地公司的年回报率为4.4%,亚历山大及鲍德温公司为12.7%)。但凯斯两面下注是绝对正确的。当美国在线与时代华纳在2001年合并时,股东们的身家遭到严重破坏,年损失率高达13.1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是前者中的先锋)。

美国人在描述夏威夷的经济繁荣与萧条时，总喜欢用高人一等的态度谈及可怜又无能的日本人。然而众所周知，美国牛市自己也可笑地具备日本特色。1998 年 4 月，因为其电气化与按 4∶1 的比例进行股票拆分的传言，毛伊岛土地股的价格一度上扬。可见，10 年后的纽约股市与 1988 年的东京股市十分类似。不过，话说回来，荒谬可笑也好，有理有据也好，财富只要能够花用就可以被视为财富。对我们来说，以及对乐于发表意见的读者而言(如专业理财经理兼作家威廉·弗莱肯施泰因)，凯斯所作所为的意义在于，一位互联网业的著名人士选择两面下注，分散风险。或许有人会成为他的追随者。



“嗨，我差点儿买了，你知道，它差不多涨了 2 倍。”

一位价值投资者和一位成长型投资者对毛伊岛土地公司、亚历山大及鲍德温公司这两只股票的评价分别会是“并不便宜”和“非常无趣”。的确，用亚历山大及鲍德温公司名下毛伊岛房地产的公平价格估算，该股目前的交易价打了一个很实在的折扣。看涨该股者的理由是，美国越来越多的人希望能找到一个温暖晴朗的好地方去消费。但这个理由并不一定会成立，因此颇具投机性。毛伊岛土地公司和亚历山大及鲍德温公司这两只股票不大会因为未来价格通胀而大牛(尽管略微的价格通胀可能不会打击股价)，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正导致股价上涨的是目前顽固的现存资产通胀。

诚然，夏威夷资产面临熊市的根源只有一部分要归因于宏观经济。该州阻碍经济发展的政策也难辞其咎。（从某种意义上来说，夏威夷就是没有滑雪的佛蒙特州；同样，佛蒙特州就像没有冲浪的夏威夷。）凯斯单凭股东同意还不能买到股票。《夏威夷控制股票收购法》（Hawaii Control Share Acquisitions Act）规定了一整套的批准程序，该程序的费用还要凯斯自己承担。同样，毛伊岛的菠萝也不在自由市场而是在一个特殊市场上销售，抵制泰国出口的既好吃又具市场掠夺性的菠萝。

然后就是土地使用这个备受争议的话题。和凯斯无法自由买入他选中的股票一样，毛伊岛土地公司也不能随意处置其资产。州政府制定了用来保障居民的程序和政策，前提是他们必须服从这些规定。毛伊岛土地公司28 600英亩土地中有64 00英亩是农业用地，多年来仅限农耕使用。“你真的必须理解这些程序的运作，”毛伊岛土地公司的财务执行副总保罗·梅尔（Paul Meyer）这样告诉《格兰特》的暑期实习生基思·弗莱施曼（Keith Fleischmann），“如果你想从夏威夷的农田中划出一块做建筑用地，假设一切顺利，从始至终大概要花费 20 年的时间……这是千真万确的。你必须先经过夏威夷州政府和相关县的层层审批，然后还要修路、修建污水管道系统、找到并开发水源。毛伊岛内陆地区已经 30 年没用水表了。”

因此，除了那些已经建立起来并因此受到保护的夏威夷房地产，其他地产投资都很难看涨。当然，除了管理层面的麻烦外，毛伊岛土地公司最大的麻烦来自于宏观经济层面。日本银行业长期以来的业务收缩迫使日本从上一个经济周期的最大买家变成了这个周期不情愿的卖家。“夏威夷已目睹了大型地产被纷纷抛售的景象……”《华尔街日报》上个月如是报道，“日本人把买来的一切都卖掉了——有时损失高达成百上千万美元。‘他们为这些房地产花费了太多。’非营利性机构夏威夷税务基金会（Tax Foundation of Hawaii）主席洛厄尔·卡拉帕（Lowell Kalapa）这样说道。”

房地产现在很便宜吗？据同时活跃在当地房地产买方与卖方市场的亚历山大及鲍德温公司反映，可能不是。“我们至少用了快一年的时间，在夏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威夷相当积极地寻找值得购买的房产，希望能够买下并作为我们地产出租业务的一部分租借给他人，"公司的投资者关系经理约翰·凯利(John Kelley)说道，"同时，价格对我们来说也居高不下。我的意思是，我们没看见有人卖出价格有吸引力的房子。"

另一方面，毛伊岛的地产价格就岛外可用于投资该岛的货币财富(paper wealth)而言，并不算便宜。最近，纽约扬基队的棒球巨星鲁·格里格(Lou Gehrig)在退役典礼上所穿的扬基队队服被拍出了451 541美元的高价(据悉是扬基队个人随身物品中被卖得最贵的一件)。同时，欧洲最古老的银行世家罗斯柴尔德(Rothschild)名下的家族艺术品和古玩上周在伦敦的克里斯蒂拍卖行进行了一次拍卖，创下了10次破纪录的拍卖价格，共拍得9 000万美元。正是目前估值过高的股市为上述奢侈消费提供了支撑和资金，如果有人并不看多这种高估值，那他一定存在两种想法。一种想法是货币财富能够被流通和消费，这一点已由那些拍卖中标人所证明；另一种想法是货币财富也会遭受损失。美国严重的资产通胀可能会化为传统意义上纯粹的价格通胀，后者以利率上升、物价上涨以及毛伊岛房地产价格上调为特征。事实上，与毛伊岛房地产价格最相关的通胀种类可能是退休成本的通胀。一美元企业收益或分红的成本从未如此之高。亚历山大及鲍德温公司可能不会把夏威夷的房地产视为一笔划算的投资交易，而凯斯却似乎并不同意。就美国在线的股价而言，该公司对毛伊岛的投资比重并不小。硅谷"居民"美国在线公司的资本净值与毛伊岛地产的市场价值之比，将与危险共舞，并一定会再创新高。对于一个富有并经历过牛市的退休者来说，一笔在过去10年里都没有增值的资产当然看上去很便宜。因此，投资毛伊岛土地公司的吸引力在于，它不仅是一场通胀游戏，(相对而言)也是一场价值游戏，同时也是一出针对亚洲总需求的大戏。毛伊岛土地公司股价可能大涨的一个契机在于日本经济的复苏。事实上，据毛伊岛土地公司的财务执行副总梅尔说，卡帕鲁阿度假村只有7%～11%的房间住着东行游客。同样，凯斯对毛伊岛坚定的投资态度可能预示着10年前那场因日本驱动的投资牛市会重新出现，只不过这一轮可能会是由美国人来扮演当年挥金如土的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本人角色。

至于资产方面，我们首先注意到了一个令人折服的事实，哈利·温伯格这位成功又精明的投资人早在15年前就开始对毛伊岛土地公司进行投资了。另一个引起我们关注的事实是，JMB不动产公司(JMB Realty Corp.)在错误的时机，即上一轮投资周期的最高点进入夏威夷房地产市场，此举使JMB收购的子公司自由住家(Liberty House)陷于破产。

据我们所知，在毛伊岛土地公司的资产负债表上，卡帕鲁阿度假村的市值约为(非常粗略地估算)1.31亿美元。而据《巴伦周刊》1986年的一篇报道预测，毛伊岛土地公司拥有的投资组合价值现在应约为4.86亿美元。其中的巨大差距部分是由于估值方式的不同所造成的。比如，我们现在将菠萝地估值为每英亩1 000美元，而当年《巴伦周刊》的估价是每英亩2万～3万美元。

该公司的所有价值几乎都集中在卡帕鲁阿度假村那1 650英亩的土地上，其中包括600英亩的高尔夫球场、500英亩未开发土地、350英亩的住宅用地，以及几百英亩的"其他"用地。"你真的不能对这片土地等闲视之，"梅尔坚持认为，"卡帕鲁阿可能拥有70种不同类型的地块，既包括单户家庭(即中国的独栋别墅)，也包括占地多达30英亩的丽思卡尔顿大酒店(Ritz Carlton)。"

卡帕鲁阿度假村的公平市价应该是多少？梅尔回答说："我觉得在1亿～2亿美元之间。"那么2万英亩的保护区和牧场的公平市价呢？保守地说，几乎是零。6 400英亩菠萝种植地的公平市价呢？还是零，尽管菠萝总收入在1997年和1998年分别达到了9 100万美元和9 750万美元，并分别贡献了200万美元和540万美元的营运利润。这两年是自1991年以来，菠萝种植首次连续两年获利。(据梅尔说，10年前泰国菠萝还未入侵市场，其公司的菠萝业务十分红火，税前营运利润曾达到10%。)

在凯斯宣布投资毛伊岛土地公司后——此举其实并没有1998年毛伊岛土地公司股票拆分消息对其股价的影响大——毛伊岛土地公司的股价是公司收益的23倍、公司账面价值的2.0倍，以及公司运营收入的14.8倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总企业价值为1.5亿美元，这与该公司对卡帕鲁阿度假村价值进行粗略估算后得出的数字相差不远。《格兰特》从另一家夏威夷房地产机构获得了第二个估值，巧得很，那个数字也一样不精确。

上述数字显然不会让证券之父本杰明·格雷厄姆打开支票本。可能是因为它们不是最关键的数字。正如梅尔所说，夏威夷房地产最基本的特征是其极度的周期性。“其周期程度几乎令人难以置信，”梅尔对《格兰特》的实习记者弗莱施曼这样说道，“但你会得到这样一段时间——大概1～2年——可以在度假胜地大力开发并出售公寓和独栋房屋。然后，在接下来的7～10年，房地产市场又会归于沉寂。”

梅尔指出：“20世纪70年代的大多数时候，地产市场都非常平静。从1978年到1981年，市场变得异常火暴。卡帕鲁阿在这段时间内卖出了528套公寓。但此后6年市场一直萎靡不振，直到1987年、1988年，地产行情才又一次令人难以置信地大热起来。日本人用两倍的价格买下他们眼前的一切。然后就是1990年，市场再次跌至谷底，并连续8年没有任何起色。自1990年以来，地产市场一直极度平静。直到6个月前，房地产经纪人都处于严重饥饿状态。”

现在的地产市场是什么情况？梅尔接着说：“突然之间，我们面前出现了一个消费群体，他们都出生于1946年、1947年的婴儿潮时期，现在刚从股市赚到点钱，而且马上要退休了……现在的房地产市场很有意思。”

在1988～1990年间，即日本人引发的清算发生前，是毛伊岛房地产的黄金时代，卡帕鲁阿的一处住宅土地共卖出了8块一英亩建房用地，平均每块都卖到了450万美元；而同年的另一处住宅土地卖出了36块两英亩建房用地，平均售价为180万美元。梅尔报告说，那些曾价值180万美元的地块现在只能卖到60万～80万美元。（“现在房地产市场正高速发展，比六七年前要快了许多，”梅尔说道，“地产交易增加，均价也变得更高。”）

亚历山大及鲍德温公司的情况如何？同样，对该公司我们也只是粗略地估计了一下。为了把焦点集中到无可替代的毛伊岛土地上，我们又一次在分析时忽略了公司的经营性业务。和毛伊岛土地公司情况一样，我们现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在讨论的亚历山大及鲍德温公司土地也是低价值的耕地(共 5.27 万英亩,每亩6 500美元)和保护区用地(共 1.6 万英亩,每亩 750 美元)。事实上,亚历山大及鲍德温公司在毛伊岛上的 6.904 万英亩土地中,约有 340 英亩都分属上述两类。剩余都是非常珍贵的“全资格城市土地”,价值约 70 万美元一英亩。也就是说,亚历山大及鲍德温公司名下所有土地约价值 5.93 亿美元。

把这个 5.93 亿美元和公司 10.8 亿美元的股市资本总额以及 13.4 亿美元的企业价值比较一下(当然不只是字面上的比较),我们可以发现,持续不断、流动性强或富有深度的毛伊岛地产市场是不存在的。如果亚历山大及鲍德温公司想快速脱手 1 000 英亩的土地,它当然不可能做到。无论如何,亚历山大及鲍德温公司一直在努力地将其低价土地向高价土地转化,据该公司说,其名下的 6 700 英亩土地正在向最高端价值迈进。想象一下,如果这 6 700 英亩土地在接下来的 5 年里有一半变成了全资格城市土地,会是什么情形。(据亚历山大及鲍德温公司的投资者关系经理凯利说,这种假设不大合理。)不过,如果亚历山大及鲍德温公司有 3 350 英亩土地真的如我们想象般地升级了,那么公司价值会发生巨变:3 350 英亩乘上每英亩 70 万美元单价会得到 23.5 亿美元。考虑到货币时间价值的因素,每年在总数中扣掉 8%,这个数字仍然非常惊人,有近 16 亿美元,比目前企业价值溢价 19%。但亚历山大及鲍德温公司的其他资产为公司提供了近 89%的公司收益,它们所做的贡献并未在这个 16 亿美元的估值中得到体现。(目前,由于亚历山大及鲍德温公司最近卖掉了名下炼糖和售糖企业的大量股份,这份 89%的公司收益正呈现出下降态势。)这一估值也没包括亚历山大及鲍德温公司在夏威夷其他岛屿或美国本土的地产。

有人会说,这类资源类公司的资产负债表上都会体现出熊市特征,而且其熊市较之其他类型的公司要更漫长,更难回避。但经济低迷不会一直持续。先有沃伦·巴菲特购买纯银,现有史蒂文·凯斯够买毛伊岛土地公司。这两次买人会带来新的投资趋势吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨者与牛市

2000 年 3 月 27 日

又一家机构会加入到新经济的队伍当中壮大其规模。该机构创建于连墙壁插座都称得上是高科技的年代。如果一切按计划顺利进行，这家拥有102 年历史的芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange)很快就会成为一家上市公司了。

对冲和投机当然都是十分古老的投资手段。同样，在一个稳定的法律制度和规章制度内，对这些投资艺术进行集中培养的做法也十分古老。“电子商务”这一闪闪发亮、价值几十亿美元的概念，指的是一种市场批发行为，其机制与传统的“货物交易”并无二致。早在 1898 年，一些食品经销商退出了芝加哥农产品交易所(Chicago Product Exchange)，组建了芝加哥黄油鸡蛋商会(Chicago Butter and Egg Board)。说起来，这些食品经销商都是美国电子商务公司创建者们精神上的前辈。现在一些知名电子商务公司，如自由市场有限公司(Freemarkets Inc.)、万筹公司(Ventro Corp.)、eBay 公司，等等，其创建者们正是当年黄油鸡蛋商会成员们的接班人。在 1919 年，黄油鸡蛋商会经再投资成为现在的芝加哥商品交易所(Merc)。Merc 以前一直归其成员所有，现在如果成员们同意(当然，也要管理层同意)，它将会进行股份制改造。

鉴于网络时代信息传播的高速性，我们甚至会在进行论证之前就先给出结论——《格兰特》看多 Merc。在拍卖市场(auction market)的背景下，管理交易对手风险(counterpart risk)这类复杂业务早已起步。在未来的数字世界里，组织经营商品市场及金融衍生品市场并从中获利是一个很好的定位。目前，交易所成员的整合价值构成了交易所占的总价值。众所周知，典型的电子商务以网络为基础，通常一夜暴富，其资本化价值颇为可观，而交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易所占的总价值只是其中的一小部分。其中就包括电子合并与交互公司(eMerge Interactive Inc.),一家仅服务于家畜业的 Merc 交易所会员。

投机和对冲方式的不断创新让 Merc 同时面临风险与机遇。在我们看来,后者远远大于前者。因此,我们认为由全体成员的价值总和所构成的 Merc 市场报价(quoted value)——上次交易时的成交价为 57.5 万美元——绝对是物有所值的。[1] 一家波士顿的风投公司可能也这么认为。据消息灵通人士透露,一家高科技投资公司近来打算出高价购买芝加哥交易所集团(CME)的一小部分股票。(实际上,该科技公司打算用 3.35 亿美元的出价购买芝加哥交易所集团 30%的股份,这表明集团总价值为 11 亿美元。还有传闻称,一家由几个股票经纪公司和能源公司组成的企业集团已提出要投资 CME 在东海岸的兄弟公司——纽约商品交易所。这家纽约的商品交易所也同样进行了股份制改造,因此很可能会认为该集团所提的条件还不足以入眼。)

"我们所处的金融和风险管理市场正经历着重大、飞速的变革,"Merc 在一份新的监管文件,即公司上市之前的 S-4 注册声明表中这样写道,"这些变化主要是由科技发展、监管限制放松和必然产生的成本效益所造成的。当今的电脑和电信系统可以经济高效地将买卖双方联系在一起,对亲临现场拍卖这种传统交易模式带来了新挑战。因特网和其他专用网络改变了投资者的行为模式,并变革了投资者与金融市场的互动方式。其他科技创新也正试图为人们进行选择性交易而降低门槛。"

现在我们正处于变革时代。另一家有些年纪的金融机构——摩根公司(J. P. Morgan & Co.)正在制订应急方案,希望能够活力十足地加入到新经济队伍当中来。摩根公司鼓励管理层和普通大众之间自由、开诚布公地交流意见。《华尔街日报》报道说,"摧毁旧摩根"这几个大字甚至出现在摩根公司的白板上。新时代正该如此。人们通常会认为,一家成立已久的金融

---

〔1〕 电子合并与交互公司已不复存在。网络拍卖网站 Freemarkets.com 在 2004 年与锐博(Ariba)公司合并前,放弃了其 97%的股票价值。Merc 现已更名为芝加哥交易所集团(CME Group),自该集团上市以来,已为其股东带来了 53%的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构，其商业价值应该为零。

那些同《格兰特》一样不赞成这种看法的人可能会考虑投资 Merc。看多者可以现在购买 Merc 的成员资格，期待其股份制改造的成功。那些现在不想在 Merc 拥有一个席位的人，可以等到将来公司上市之后购买其股票。(股票分为两种，而种类多样、分量更重的"B"型股票只有获得席位的成员才能持有。)虽然 Merc 提交的 S-4 表格中，有关"股票交易条件"(exchange offering)的部分达 16 页，但我们无法在此对细节一一评述。不过，其中有一条细则特别突出，就是"A 型"股票只有在 6 个月的交易限制期结束后，才能开放给公众购买。

交易所不仅要不断适应变化的市场环境，还要努力成为重要的全球结算机构、信贷机构。只要在交易所进行买卖，交易所成员就可以安心交易，无需疑虑对手方的信誉度；实际上，每个人进行交易的对象只有一个，就是票据交换所。"CME 下属的票据交换所在履行债务方面有很好的表现记录，"Merc 的 S-4 报告表这样写道，"没有结算成员未能履行其在 CME 票据交换所的债务。"(相应的风险在于，某些承担过多债务的交易所成员能轻而易举地将票据交换所打垮。)迄今为止，以电脑为基础经营批发业务的交易所还不需要建立自动防故障结算系统。原因很简单，这些交易所还没有那么多交易活动，暂时不急于解决这一问题。在现今强大的投机气候下，股市不会因为一家传统交易所信用结构的深度、强度和完整度而受到太大影响；而以网络为基础的新型批发式交易体系却因缺乏传统交易结构的完善度，尚无法体现出任何明显的估值弊端。一位 CME 的工作人员是这样对《格兰特》说的，菜鸟们首先要面对的一个基本选择是：要么达成更高的交易量和更多的未结清权益，以保障成熟的结算机制；要么就有很大风险保不住他们在股市中的高估值。

与此同时，Merc 的席位价格已经下跌。一个完全会员资格曾在 1994 年时卖出过创纪录的 92.5 万美元高价，那时正逢利率大涨。会员资格最后一次销售是在今年 2 月 18 日，价格为 57.5 万美元，比 5 年半前下跌了 37.8%(但与 1999 年 2 月 23 日创下的近期最低纪录 31 万美元相比，还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“我和我的侄子安德鲁已经决定注销账户而改为交易所谓的科技股。”

有所上升)。现在,一个 Merc 可享受交易特别待遇的会员资格卖到了 53 万美元,也曾开出 63 万美元的价格。至少和早年的交易相比,CME 会员资格的价格可以说是处于一个上升趋势。相反,芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)和纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)的会员资格报价都处于下滑趋势。最近,“大行情板”(Big Board,纽交所的代称)的一个交易席位的竞标价为 170 万美元,比去年夏天最高价低了近 100 万美元。

言语的力量往往难以和电脑的力量相匹敌。Merc 的成员不喜欢传统交易市场那种吵吵嚷嚷的竞价交易模式。他们认为在这个虚拟时代,没有比电脑屏幕更适合的交易场所了。同样,他们也害怕在 Merc 里拥有会员资格的几家公司会离开 Merc,带走珍贵的流动性,去打造他们自己的电子交易。银行和股票经纪人事务所也会愿意对现在流入各个交易所的订单流(order flow)插上一手;因此,拥有交易席位的成员生活在恐惧中,担心交易软件的下一次升级。Merc 的自动盘后交易系统 Globex 2 仅能带来 8%的交易收入(然而,比 1996 年高出了 1%)。还有,欧元的出现导致了对大陆币(Continental currencies)投机活动的急剧减少。

“我们股票的市场价格可能会大幅波动,成交价也可能会低于目前的会员资格价。” Merc 在 S-4 报表的“风险因素”部分这样写道。这段内容完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有必要。

然而，人们也会有一些实质性的担忧，包括政府规章（新型网络交易不会涉及商品期货交易委员会），以及一个难以回答的问题：新型专业化管理是否要取代原来的自我管理结构。“我们收入中相当可观的一部分来自市场数据销售，”交易所在谈论技术过时这个话题时这样说道，“而通过我们Globex2 系统的终端可以随时访问这些数据，这会减少我们市场数据的价值，从而迫使我们降低定价。”话说回来，交易所其实一直都受到“过时”这两字的威胁。当年黄油鸡蛋生产商们从交易所创立的第一天起就发现，他们被人造黄油“围剿”。

金融分析师杰克・麦克休（Jack McHugh）指出，毫无疑问，如果那位《格兰特》订户兼芝加哥期货经纪人比尔・盖茨愿意，他绝对能够建立一个电子交易机制，与 Merc 和/或其他任何一种电子商务光明正大地竞争。然而，和 Merc 一样，即便是盖茨也觉得为每项交易中每个成员的表现做担保，负担太重了。Merc 的 S-4 报表上还写道：“我们平均每天要监管价值约200 亿美元的履约保证金（performance bond）资产；还要通过结算系统转移平均约 9.9 亿美元的清算差异资金（settlement variation funds）……结算系统保障了我们价值约 640 亿美元可用资产的合同表现。”把 Merc 各种金融业务的全部交易额加在一起，包括指数产品和选股权，按票面价格或“预计发行量”（notional volume）计算，去年共计不少于1 380亿美元。麦克休提醒盖茨和每个其他打算“无证营业”的人士说：“你要保障的是美国财政体系的一部分。”

Merc 买卖黄油和鸡蛋的日子早已过去。现今该交易所的主要业务范围包括利率工具（60%），股票与指数期货合约（24%），货币合同（12%）。而农产品——其中包括在 20 世纪 60 年代初一度让 Merc 广为人知的猪肉期货——只占 4%，最近新推出的业务涉及：个人破产登记（如 CME 季度破产指数期货与期权），还有天气（如日低温值与日高温值期货与期权）。在最近与 Merc 的董事长斯科特・戈登（Scott Gorden）和总裁兼首席执行官詹姆斯・J. 麦克纳尔蒂（James J. McNulty）的谈话中，我们询问了期货产品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展情况。实际上，《格兰特》认为，对价值成百上千亿美元的股票市场与债务市场来说，其市值取决于高科技商品的价格——动态随机存储器、静态随机存储器、电信宽带，等等。为何这些高科技中不能存在高流通性市场？为何 Merc 不能开创这样的市场？对于这些问题，Merc 的上述高管们正如律师所期望的那样，非常谨慎地回答道，Merc 正致力于此。实际上，他们提出，在新世纪网络市场时代，后台办公、结算需求等服务对 Merc 来说大有商机。至于那些比较老的金融创新，他们觉得“水合约”还比较可行。

Merc 的历史主要就是其成员根据市场升降进行自身调整的历史。例如，鲍勃·塔马金(Bob Tamarkin)在《芝加哥商品交易所》(*The Merc*)一书中提到，黄油期货市场在政府制定了黄油价格支持法案后就消失了。洋葱合约也因为 1958 年国会颁布的一条法案而被废除了。当时有农民将洋葱价格的熊市归咎于芝加哥那些好吃懒做的人，说服当时的共和党政府压制惹是生非的自由市场。密歇根州的众议员热拉尔·福特(Gerald Ford)支持那些公认的受害者，即洋葱种植者。但洋葱之灾却给 Merc 留下一份有用的功能性合约，即鸡蛋合约。用 Merc 一位总裁的话说，那时的鸡蛋合约“对那些希望能够操纵市场者和试图囤积居奇的人来说，有着持久的吸引力”。它是一种创新和清算。

Merc 的创新进程十分迅速。如今该交易所已拥有根据期货合约进行期货和期权交易的专有权。包括有效期到 2008 年的标准普尔 500 指数期货合约，以及有效期至 2005 年的纳斯达克 100 指数期货合约。这两种微型化的股指期货合约，特别适合现今在投机规模上也同样微型化了的大众投资者们，因此受到了广泛的欢迎。Merc 不但积极做好其主营的利率业务，还开拓了新的期货合约，即 5 年期、10 年期的联邦政府纸币期货。

依照 Merc 的估计，美国国内生产总值的 20%对气候非常敏感，至少 100%对政府非常敏感，政府在其中既起到了帮助作用，也起到了阻碍作用。因此，在 20 世纪 70 年代初固定汇率被废除的情况下，政府给出了不稳定汇率和通货膨胀这两件礼物。Merc 抓住时机，由独具慧眼的主席利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)带领，创建了国际货币市场(International Monetary

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Market)。约 25 年后欧洲政府推出欧元,以减少外汇期货的波动空间。

幸运的是,世界创造普通股的速度,比取消国家货币的速度要快得多。而且 Merc 的标准普尔 500 指数期货和纳斯达克 100 指数期货都表现得十分出色(可能是太出色了,后者的交易池刚刚被扩大了)。另一方面,当年黄油和洋葱消失在期货舞台之前,其期货合约的表现也十分强劲。然而,当时国会却因为受到熊市的刺激,做出了现在看来似乎难以置信的决定,即对几只主要的股票指数实施价格支持;或是换一种方式,完全废除股票期货与期权交易(在当时的政治关头,投机被视为一种会对美国生活造成破坏和混乱的力量)。下面的话题也和我们讨论的主题有关:今年正逢历史性的暖冬,而燃油价格却在冬末飞涨,克林顿政府要在巨大的压力下抑制油价上涨。此外,只要所处的经济环境不理想,就要冒着失去货币均衡的风险。如果现在的利率能像洋葱期货时期那么低、那么稳定,一定会对欧洲美元期货(Eurodollar-futures contract)造成严重的打击。该交易所的 S-4 报表指出:“我们现在和未来的收入高度依赖于我们交易所在欧洲美元期货合约、标准普尔 500 指数期货与期权合约,以及外国货币期货转现货(Exchange for Physicals)这几方面的持续流通量水平。”报表中还应该加上的是,芝加哥交易所集团(CME)依靠公平交易和还贷信用辛苦赢得了良好的声誉,但这份商誉的维系在很大程度上依靠时常保持一份居安思危的心态。CNBC 频道解释说,在投资领域“摧毁芝加哥交易集团”和“打破 J. P. 摩根”有着同样的意义,都代表着打破旧的运营模式、勇于创新的想法。

一位公正的读者也不会把 Merc 曾经的金融表现和“成长股”这个词联系起来——至少,Merc 的净收入在 6 年间一直呈下降趋势——但是,请千万体谅。能让 Merc 的“罪行”得以减轻的最大理由是,它是一个非营利机构。也就是说,与电子商务在起步阶段的惯有模式不同,Merc 并未一开始就试图最大化其所有者的收入。尽管如此,Merc 也是少量盈利的,其大约 2/3 的收入都是来自于清算服务的收费。而行情数据的提供是其收入的第二大来源。在 1999 年,CME 从 2.085 亿美元的收入中赚到 270 万美元。在接下来的第二年,交易所对高技术股的投资加大了支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我刚才是不是听你说：'我爱你，高通(Qualcomm)'？"

总的来说，全新的期货合约在这个可能被称为"实体交易市场"的地方大获成功。根据对几家在很大程度上未经检验的电子商务互联网企业的估值，我们可以推断，典型的现金网上市场也应该在新的网络空间获得成功。美国钢铁集团(USX Corp.)的分公司——美国钢铁公司(U. S. Steel)在上个月透露，它发现了一家在网上销售钢铁的小公司，并已收购了该公司的一小部分股票。《纽约时报》在网络版上猜测，此举"可能旨在阻止钢铁公司利润的下滑，并推进 USX 低迷的股价"。早在 1954 年，Merc 就抢先尝试了在线钢铁批发市场，以及少数几只钢铁期货合约。这次短期试验的最明显的特征是，缺乏投机交易所需的电子技术。

网络是否已经变革了美国贸易批发的结构？答案是肯定的。新型网络交易的利润能否主要归交易人所有？答案也是肯定的。[让我们信心大增的是，一位我们认识的实业家说，他的公司在自由市场网站(Freemarkets. com)上交易的利润所得，要远远多于公司自己的网络商务所得。]最后，传统的交易方式是否会消失得无影无踪？《格兰特》相信，答案是否定的。

那么，我们该如何对 Merc 进行估值？本刊的罗丝·安·托尔托拉(Rose Ann Tortora)对此进行了研究。"首先我们要研究 Merc 是如何自我估值的，"她开始道，"成员之间的内部买卖给 Merc 带来近 9 亿美元的'市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值’，是销售额的 4.1 倍、成员权益(members’equity)的 5.2 倍。接下来，要考虑 Merc 与谁类似。是市值 69 亿美元、为收入 176 倍的自由市场网站(FMKT)，还是市值 250 亿美元、为收入 114 倍(这个数值似乎更合理些)的 eBay？如果不担心自由市场网站正呈现亏损，也不在乎 eBay 的平均每股收益连一分钟的长途话费都无法支付，那么 Merc 像谁都无所谓。”

不过，我们还可以参考一下电子合并与交互公司。该公司专门在网上做牛的生意，提供在线经纪人服务和拍卖服务。不过，Merc 和该公司的第一点不同在于，前者是一个期货交易市场，而后者完全在现金市场进行交易。两者之间的第二点不同是，电子合并与交互公司希望建立一个养牛人自己的虚拟社区，他们可以在虚拟的牲口棚里进行家畜交易，不用再跑到苍蝇乱飞的实体牛圈了。当年 Merc 在 1964 年推出了其第一个活牛期货合约，在当时成为一桩新鲜事，因为这是活体动物首次登上期货交易的舞台。现在电子合并与交互公司之举是最最新鲜的了。

“那么，一个在线牛肉交易商能从市场获得多少估值?”托尔托拉继续调查并发现，“现价为 63 美元每股，市值 20 亿美元，是账面价值的 50 倍、销售额的 46 倍(其中包括超过 2/3 的无形资产)。用这种估值来看，Merc 的市值可能在 84 亿～96 亿美元之间，高于 9 亿美元左右——这是交易所成员的自我估值。”然而，Merc 只有 2.2%的交易额与牛肉有关。将这一事实单独考虑，我们得出的推论是，写在 CME 价格标签上的数字应在 3 820 亿～4 360亿美元之间(我们吃惊地瞪大了眼睛)。

《格兰特》因为一贯的谨慎，没料到 CME 的市值会这么高。但我们相信，Merc 所能提供的东西，是现在这个被网络占据的世界尚无法完全领会的。这些东西中包括信誉、这条企业大船的引擎室等。我们不知道，也无法预测 Merc 将如何开发它特有的经营权。但以目前的报价看，这家老牌的芝加哥黄油鸡蛋商会现在还是很便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　检阅新时代

感谢俄罗斯母亲

1999 年 7 月 30 日

是谁复苏了美国经济？别忘了感谢俄罗斯。在靠资源浪费发展经济的苏联瓦解之后，俄罗斯转而生产得越来越多，消耗得越来越少。

毋庸置疑，商品的低价促使 20 世纪中后期股票看涨、通货膨胀。作为最大的生产商，苏联无疑是持续商品空头市场的促成者。冷战时期，苏联的原材料消耗最大，出口商品最少。而今，其消耗少，出口多。正如《格兰特》的读者为我们指出的：世界上的债权国因这一转变赚了很多。这促成了持续的商品空头市场，这一现象潜移默化地助长了联邦储备委员会的名声。

利·R. 戈林(Leigh R. Goehring)，作为美国新泽西州纽瓦克市德信投资管理公司(Prudential Investments)副总，也持有这一理论。作为拥有高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效自然资源共同基金的经理，戈林总是对不被大部分人看好的东西抱有信心，如静水矿业公司(Stillwater Mining)——美国唯一一个铂族金属初级生产商。他对铝、镍、木材，甚至对狗、金条都抱有信心。他开玩笑地对那些不相信他的人说，金价不可避免地会达到道指的水平(1980 年它达到了，1933 年也很接近)。

作为一位旧经济崇尚者，戈林冷静地应对 20 世纪 90 年代的经济繁荣，并且在其经济买卖中体现出他对新经济原则的理解(或揭露)。他就苏联对商品空头市场的贡献并导致纸币价值暴涨做了冷静的研究。尽管俄罗斯供应暴涨、需求萎缩，但他坚信，商品价格将会比现在(这个所谓的不太会通货膨胀的世界)要高。也许，由同样的逻辑力量推动，以美元结算的利率可能比今天要高，而股价可能走低。

在戈林的估测中，铝是一个很好的指导性案例。1988 年，柏林墙倒塌的前一年，苏联生产了3 500吨的铝，消耗了2 900吨，出口了 187 吨。这些出口大约占世界其他国家消耗的 1.2%。戈林警告说，不要过度依赖不精确的数字显示。

1998 年，俄罗斯生产了 3 307 吨铝，但只消耗了 454 吨，出口了 2 228 吨，占世界非苏联国家(non-FSU)铝消费的 10.5%。俄罗斯在 20 世纪 90 年代早期出口膨胀，并且未见消退。然而，俄罗斯的生产并未增加。至少，如铝业权威性报刊《斯佩克特报道》(*Spector Report*)的出版人斯图尔特·斯佩克特(Stewart Spector)指出的，坏消息已经出来了："俄罗斯人正在尽力生产，装运一切货物，只为了现金……而重金属供应正持续紧缩，这使得他们不能生产得更多。"

尽管日本以及俄罗斯灾祸连连，欧洲经济也持续低迷，但世界铝消费仍持续攀高。戈林讽刺地指出："对于一个虚拟的世界而言，我们看起来仍消耗着很多的铝。"

正如铝那样，其他的商品市场亦是如此，商品之王——能源除外。戈林说："苏联的镍供应从 1988 年西方国家消费的 8.1%上升至俄罗斯 1998 年的 18.4%，铜从 0.8%上升至 4.3%，至于钢，俄罗斯在 1998 年已成为满足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西方国家5.4%需求的进口商。这些数字上的变化在钾、铂、钯、铀的消费上也有所体现。具有讽刺意味的是，唯一未受苏联解体影响的是石油和汽油。"

对这些数据反复斟酌，戈林继续说，人们可能会问，20世纪90年代的经济繁荣是否建立在联邦储备委员会和网络以外的东西上。也许，他说，这也是因苏联解体而引发的需求与互惠供应瓦解，从而导致商品空头市场形成的结果。斯佩克特评论说："记得俄罗斯从每年消耗300万吨到35万吨。如果俄罗斯有一个理性发展的经济体制，像那样一个大国每年至少要消耗150万吨。如果他们建造罐头厂和马达厂，要花10年。所以，如果西方没有额外供应源，任何微小的提高都可能使价格走高。"

当然，戈林补充道，日本当局无意间使世界第二大经济体残留问题永久保存的做法，促成了美国投资者的致富。一个工业国极低的利率将导致另一个工业国利率的降低。总之，戈林同意，美国人欠经营不善的外国经济体一轮响亮的感谢声。

现在怎样？戈林把世界商品现状比作穿着一套大号西装的瘦男人。刚开始这套西装挂在他的骨头上。几年过去，瘦男人胖了。10年左右良好的饮食和生活，使得这套西装很合身。世界商品市场亦是如此。戈林说，试想，尽管俄罗斯经济需求瓦解、日本经济体也持续低迷，但较之1998年，世界正大量消耗更多的镍、铜、铀、锌。谁知道经济增长的爆发会带来怎样的宏观经济重置？

"我从不相信网络或计算机带动的生产模式，"这位德信投资管理公司的副总最后说，"但是看了这些数字之后，我从没有这么相信过这个事实——当今的繁荣是建立在世界最大的节约经济体日本的自由资金和世界最大的商品生产经济体俄罗斯的廉价商品之上的。资金和商品这两个方面都将变得越来越昂贵。这对那些相信新生产模式的人来说是一次深刻的启发。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产 36 000

1999 年 9 月 10 日

"明天的股价可能增长 2 倍、3 倍甚至 4 倍,并仍不算高……"詹姆斯·K. 格拉斯曼(James K. Glassman)及凯文·A. 哈塞特(Kevin A. Hassett)合著了新书《道指 36 000》(*Dow 36 000*)。本月的《大西洋月刊》(*Atlantic Monthly*)就节选了该书很长的一段篇幅作为封面报道。这两位写道:"我们相信,现在的股票正处于一生一次向更高阶段发展的成长期——道指有望升至 36 000 点左右。"

即使在理论家和股票经纪人眼中,道—琼斯指数达 36 000 点还不算太高,但这对于潜在卖方人数而言已经不是小数目了。事实上,可能有成千上万的美国人或外国人急着去从事一个新的行业,旨在用共同的股本获得 100 倍的收益。我们对于这种行为的预测答案是肯定的,肯定中的肯定。美国股市资本增长 3 倍而引发的第一轮后果将使得许多人兴奋,比如,401(k)养老计划的参与者们纷纷辞职,有闲阶级的人员大幅增加。第二和第三轮后果将会变得更加吸引人眼球。比如,交易时间将延长至晚上或周末以满足首次公开募股未成交的国内外交易。特别是国外交易,如果美国是唯一把格拉斯曼—哈塞特模型(Glassman-Hassett)的预言变为现实的国家。剑桥(马萨诸塞州)投资人和《格兰特》已付款的订户塞思·卡拉曼(Seth Klarman)暗示说,道—琼斯指数达到 36 000 点的方法是,试图想象房地产价值突然增长 3 倍。顷刻间,投资者将开始借款造房子。他们会过多借贷以及过分建造。随之而来的是地主将减少租金。卡拉曼指出,这次房地产价值的快速增长,其最终后果是一场真正的房地产热(原因详见下文)。

我们求助于格拉斯曼—哈塞特模型理论是因为它很好地反映了前千禧年(pre millennial)精神。公众可以自行看到华尔街所受的限制。一本由几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



道指 36 000 使通勤状况大为改观

位严肃的作者所撰写的畅销书旨在从数学的角度证明，这场刚开始的派对可能会比市面上最热的减肥书，诸如“干吃不胖自助手册”，都更加畅销。上月关于纽约出租车司机日交易的振奋人心的故事(8 月 19 日《每日新闻》第 19 页，题为“车轮交易者——出租车司机车内交易股票”)被称作“顶峰的预兆”。这也许是现今仅有的另一个对潜在道—琼斯指数达36 000点的预兆。我们承受我们不知道的，珍惜我们知道的。比如，市场可以做也愿意做任何它想做的事，市场决定规则。最终，金融资产的价格并非出现于真空中，而是出现在一个真正的经济体中，就好比是摆满镜子的大厅。事实影响观念，观念反作用于事实。如若股票资本是自由的，人们将尽可能利用。他们将会创造新产业以与现存产业对抗，从而降低自身以及他人的盈利率。这样一来，他们会扰乱生产结构，使其资本导向性更重。如果资金自由，人们会买更多，正如日本人在 20 世纪 80 年代那样，谁知道呢？也许正如我们美国人在 20 世纪 90 年代那样，多余投资会招致更多生产力。对于这些问题，超级膨胀的新经济无法简单忽视。他们呈现的这个瞬间漂浮的例子正揭示了真理。

但是，道指 36 000 保卫者的立场却没有在案例中体现。需要承认的是，回首过去，许多年前买了标准普尔 500 指数比抱怨其价值过高更加有用。但遗憾是一回事(格拉斯曼—哈塞特模型那时怎么没出现)，对新世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的知识和资金支持是另外一回事。人们为何要在这个动荡不安的年代投资呢？市场一路走高，这是事实。然而，投资者苦苦筛选的低市盈率财务资产组合及小额股票——CNBC频道早晨未显示的股票，却很有可能不会走高。罗素2 000指数并不见好。富的越来越富，穷的越来越穷。而今，道指36 000出现了。

在人类活动的许多行业，实际上有新世纪，在新世纪里，老的案例并不能提供解决方案。人们倾向于指定攻击方案，比如，在另一个大陆的早些时候，不成调的音乐作品简直苦煞了正统音乐评论家。的确，对于传统的听觉，12调音乐就是噪音。这种噪音又一次出现了。

现在金融界亦是如此？我们这些传统人士不能接受一种旋律——“市盈率奏鸣曲”或者“投资回报交响曲”，它们真的不是音乐？不。目前金融界的确反常，但它们最终必将通过供求的考验。新世纪因金融行为而缩短。《华尔街日报》上周从旧金山发回的报道说，小网络公司股已开始被视为一种临时货币。我们怀疑事情不妙了。

格拉斯曼—哈塞特模型理论的大部分和现在这个新世纪无关。微型芯片也好，格林斯潘的美联储也好，都无法带来现在这种无限精彩、财富滚滚的经济腾飞。作者声称，目前最看多的还是价值计算，价值在被发现之前就在上扬，在被发现之后的现在也应该是上扬的。但是，被低估了200年的股市突然变得有价值起来，这要感谢一本价格适中的书籍。我们自己更觉得这是一个非常可笑的新世纪，美国这个被称为唯一受人喜爱的超级大国，却有着比日本和欧洲更高的利率，而美国人的小额资产却绝对或相对地持续下跌。当格拉斯曼和哈塞特对股市大唱赞歌之时，他们所指的并不是整个股市，而仅仅是其中的一部分——那些受保护的大盘股。他们所指的也并不是任何一个其他国家的股市，而只是美国人自己的。

目前这一革命性的道指36 000点的提法有何真知灼见呢？美国股票价值建立在巨大的误解之上。股票比债券风险更大，主妇们都这么认为。其实相反，20多年来，股票比短期国库券要安全得多。股票无条件或者说在未来变化不大的情况下优于国库券，这是因为，与债券收益不同，股息和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流是增加的。核心价值问题不是市场成倍的收益、股息或是租用价值，而是比价。基于这一水平，股本的未来支出与债券的合同支出相当。换句话说，传统股本风险支出为零。

事实上，作者坚信，在一代又一代人手里的股票是低风险的。从1802年至今的30年里，标准普尔500指数型投资组合的最低平均年收益，在计算了通货膨胀因素后，账面记录为2.6%。(反对意见：直至20世纪初，工业企业与零售商才开始发行股票，那时根本买不到多样化的普通股投资组合。)36 000点小组说："在美国历史上，多样化投资组合每经历一代人，购买力就能翻一番。这一情况从未消失，也绝对不可能消失。"

那么，股市能增长到多高的数值呢？对于这个问题，左脑型理性思维人士倾向于使用"一个完美理性价格"来回答。这个说法是老生常谈了。而美国股票类别多样，每种类别之间长期呈现巨大的价格差异，"理性"两字根本不存在。这个价格是什么？基于现在盛行的股息理论，加之对照历史上出现过的股息收入增长率，标准普尔500指数将不会达到增长4倍的完美境界。用现金流代替股息作为计算工具，作者提出道指可能会上升6倍。那时，股市会停止攀升。(为了平衡，我们不由自主地感到，大量借贷行为将发生，正如新财富的拥有者开始铸造货币。但我们大概会绕过这座桥，就像面对道指36 000点前的种种障碍时所做的那样。)

"只要你是一个长期投资者，并且拥有多样化财产资本组合，你不必担心高估、狂热或泡沫的警告。""除非市盈率低于100，道—琼斯指数低于36 000点。"两位作者谨慎地添了这句附加说明。

如果作者对完美理性价格的分析是正确的，那么万能的市场先生就错了，而且是从一开始就错了。这个原则性的炫目的价值错误怎么能在一团迷雾中持续下来？也许是投资者并未气馁，只是用于面对这个任何不朽的商业都容易受其影响的困境。如若市场重获新生，同样的道理很难说给那些构成市场的企业听。作者坚持，也许投资者近年来变得更理智，因此也更乐观了。至少在这一点上，36 000点小组和悲观人士有着共同的立场。他们都自负得很，相信市场是错的，自己才是正确的，只有超级乐观的人才相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信市场具有周期性的不准确，易于走价值的两个极端。《大西洋月刊》中一篇篇幅较长的文章含蓄地透露，市场不一定会偏低或偏高，而是冷静地减损未来现金收入的一部分，如果不是特别保守的话。他们就像乘法表一样理性。我们对它产生疑惑，对金融记录中数额最大、保存最长的秘密怎样被数百万众志成城的投资者所利用的揭露也备感怀疑。如果格拉斯曼和哈塞特是对的，市场这么久以来都未失灵就是因为他俩没有带上他们的书。现在话风已经放出去了，市场将如假定的那样跃入完美的理性价格，然后就栖息在这个光环上，正如你祖母的钻石项链。

另一个问题产生了，至少对于想法很多的卡拉曼来说。如若美国投资者系统性地易于犯错，为何他们在市场出现完美理性的光环后或那本书出版之后没有马上犯错？"世界会采用你的观点，"卡拉曼直接对作者说，"如果市场改变了怎么办？这是一种感觉，不是现实。我经常这么想。人们为何总是认为明天的想法与今天的相同呢？他们怎么会老是这么想呢？"

卡拉曼对道一琼斯指数想得越多，他的反驳也越激烈。"你梦中的道指36 000点"——他坐下来写了反驳的文章，并友好地寄给了《格兰特》。"我的主要观点是，那两个作者似乎把股市看成了一个与其他经济分离的实体，而不是分配资本给具有竞争力的项目的一个关键机体……作为一个有着既定水平的股市，它代表着各方的平衡。大幅度地进行改变，你就扰乱了这一平衡。"

卡拉曼继续说："如果道一琼斯指数明天达到36 000点，会对经济行为产生巨大影响。私人经济拥有者将急速奔向公共市场。股本的持有者将急匆匆花掉他们财富增值的一部分。也许最大程度上说，会发生一场企业界的淘金热。风险资本家会利用大量手段从两方仲裁中获利，一方为创业的花费，在办公室供应方面大概是1万美元，另一方是该企业在公共市场中的高价值。"

"商业学校学生会摒弃传统的机会，利用廉价的大量股票资金创业，"卡拉曼写道，"所有这些将导致大量新的竞争，这些竞争反过来将减少所有资金的收益。这个自我纠正的机制是市场经济运行的关键部分。"

换句话说，格拉斯曼和哈塞特所看到的金融真谛将只能在非市场经济体制的社会发生，如斯大林时期的苏联。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了更好地理解道指到达36 000点时所造成的后果，卡拉曼建议人们想象一夜间美国房地产价值增长3倍(房地产股当然也是股票的一大类)。想象一下这种快感。新价值将促使一场巨大的建房热。信贷的需求将增加，利率将上升。空房率上升，租房率下降，房东将价格降至边际成本，希望能在短期内吸引稳定的租户人群。现在这些价值1万美元左右的网络小公司倒是可以成为这类商业租户，但它们这些成长中的“公司幼苗”很少有能付得起租金的。

“影响房地产的竞争性力量也同样影响了其他行业，尽管也许以一种更干净利落的方式，”卡拉曼说，“过去12年的股市暴涨吸引了大量投资进入各行各业。如果股市平均值继续攀升，竞争性力量会对各行各业中的许多企业在盈利方面造成巨大损失。”美国西尔斯公司(Sears)、美国第一银行(Bank One)、欧迪办公(Office Depot)、美国邓白氏公司(Dun & Bradstreet)和美国废弃物管理公司(Waste Management)，这些名字都曾出现在近期发生亏损的企业名单上。在网络影响下，这些坏消息更是会加速传播。“那些刚起步就亏本的公司只拥有惊人的廉价资本，而催促这些公司更快成长的股东的损失也更严重。这一切都加剧了本已竞争激烈的商业环境。”

“牛市，”卡拉曼补充道，“通过影响商业活动，总是埋下了毁灭的种子。现在的市场也不例外。如果道指很快升至36 000点，未来迎接我们的不会是股价持久的新高，而是一个在资本家混战中崩溃的市场与经济。华尔街曾宣告过许多次股市新纪元的到来，但很少(如果有的话)有哪个能经得住时间的考验。”

纳斯达克的高峰——格林斯潘

2001年8月3日

得克萨斯州共和党参议员菲尔·格拉姆(Phil Gramm)提问：“如果这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是所谓的萧条，那么它对于日后的繁荣是绝对值得的。你同意吗？”

艾伦·格林斯潘回答：“当然。”

上周的《华尔街日报》报道了上述一段委员会交换意见时的对话，却忽略了一个重要的细节。对于经济繁荣，美联储主席并不是一个公正的观察员，他被要求对此予以评价。他为经济繁荣奠定基础，创造条件，庆贺成功，并捍卫它不受那些繁荣即将转为泡沫的观点的攻击。他毫不犹豫、毫无根据地对未来的经济走势抱有乐观的态度，这和面对华盛顿检察官理查德·贝克(Richard Baker)的询问束手无策又运气欠佳的经纪公司内部分析家们的观点如出一辙。就在不久前，格林斯潘还坚信这些分析家们的观点。

大多数人，可能谨慎的基金经理兼分析家比尔·弗莱肯斯坦(Bill Fleckenstein)除外，对美联储主席所发表的分析性言论都是记忆模糊的。但格林斯潘的每次分析却是美国利息率方程式的重要组成部分。远期利率的结构由主要市场以及这位“世界第二大最有权势的人”联合制定。格林斯潘领导市场，就好像一个独眼人在给双目俱全的人们带路。或许，等这些人头脑清醒后重新审视美联储主席的历次错误判断时会发现(尤其是股市达到 2000 年高峰那晚)，还是相信自己的判断比较好。

正如所见，人们看起来屈服于主席的判断。货币市场利率和境内股票市场的价格浮动都旨在使经济迅速复苏，而这次经济衰退并非罕见地严峻与持久。通过远期欧元曲线的形成和根据标准普尔 500 指数变化的牛市市盈率(追踪净收入情况 33 次)，股市的表现看似与格林斯潘和格拉姆同甘共苦。一季度国内生产总值微弱增长？难以改变的杠杆消费部分导致了资本开支抵消的崩塌？这就是所发生的一切吗？

不，看起来不是。让我们来看这两条最初的主张，以支持这场争论的展开。第一，经济繁荣不只是先于萧条，还可能导致萧条。第二，萧条是必不可少的。至少，看看日本，在之前的繁荣所留下的残骸未被清理之前，不可能再出现所谓的繁荣了。

那么这些所谓的残骸是什么呢？从那些拙劣的投资项目、坏账、缺损的资产负债表和不切实际的期望中所反映出的商业和财政错误，经济萧条就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是用来纠正这些错误——达到使市场关注这些错误的效果。美国人在短期内处置了20世纪80年代留下的"残骸"，他们很快就能承认他们自己的错误，也很快能原谅别人的错误（当然，是在未决诉讼解决之后）。而90年代后期的经济泡沫使得80年代后期的泡沫相形见绌，因此，解决这些遗留问题需要的时间比目前市场看起来能承受的要长。由此，我们相信，货币市场的利率会持续下降，经济活动难以在短期内划上"胜利"的标志，期待已久的共同的盈利复苏很可能被推至2002年才能实现。

随着电信和互联网"泡沫"的形成，有些人会说调整已差不多到位。在上一个周期，调整的节奏经受了这个核心问题的考验，即房屋估价过高和银行流动资金不足，这两个问题都成为快速清理"残骸"的障碍。相反，股价开始下降时，速度会很快。然而，我们认为，新千年的调整来日方长，不会很快结束。电信和技术方面并不代表所有的泡沫，只是其中占显著比例的一部分。泡沫也是全球化的，它不仅扭曲了美国的经济结构，也破坏了整个世界的贸易构架。它夸大了超级大国的作用和其对经济发展的功绩，以及目前美国的财政赤字。这造成了更严重的美元来回流转——从海外的债权人手中再回到美国的证券市场——这要比其他情况造成的结果更严重。

关于大量的外国资本流入，就如格拉姆和格林斯潘达成的共识，"没有损害，就没有犯规"。非常具有总结性，可是，他们也许低估了以过高的价格向价值被高估的市场投资所带来的风险。在美国，极端坚持高估市场的心态已经歪曲了投资者们对其的理解。有关新闻说大约有106亿美元将在6月流入美国的股票共同基金，这并未引出这样的逻辑问题：关于这些估价，为什么是这些呢？那些评论员们认为，为什么不是更高呢？["相较于1998年和1999年，如今的股票共同基金的资产水平要高得多，"持反对意见的评论员、伊利诺伊州巴灵顿的比安科研究所所长詹姆斯·比安科(James Bianco)如是写道，"尽管股票市场已开始抛售，但自2002年股市高峰之后，外流仅仅持续了两个月。"]

造成泡沫的最根本的原因是对资本和贷款的错误估价，因此带来风险。在经济最热的时候，其中最具有泡沫成分的部分和投资项目因为资本和贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等财政资源充足而被坚决地执行了。这些冒险行动的可行性在于能否持续获得超低价的融资。当资本和贷款变得更廉价，繁荣时期的冒险行动就更不可行。北电网络(Nortel Networks)和捷迪讯光电(JDS Uniphase)大量的记录开始估量要达到可行的程度还有多远的距离，有多少路要走。以JDS为例，该公司在“精彩的10年”[此说法出自一本关于20世纪90年代的新书，由阿兰·布兰德(Alan Blinder)和珍妮特·耶伦(Janet Yellen)合著，两人均于克林顿时期在美联储任职]内收购的448亿美元资产，现在已一文不值。

在20世纪90年代后期，银根并不紧张，当资本市场有意紧缩银根时，如1998年的长期资本管理公司(Long-Term Capital Management)事件发生后，美联储坚持将银根还原到最初的状态。美联储在2000年曾三次提高基金利率，在纳斯达克指数达到高峰之后，即5月16日最后定为6.5%。美联储这是在逆流而行吗？至少不是主席的意思，在讨论新经济形势的波士顿商学院会议之前，他于2000年3月6日发表了演讲，其中主要提到了周期性突发震荡。他的主题是“信息技术的革命”。在演讲时，他公布了第二季度高科技耐用产品产量要比去年同期增长25%的消息。4个季度后，2001年4～7月，投机资本成本大幅提升，高科技产品产量反而下降了31%，是有记录以来跌幅最大的一次。穆迪公司首席经济学家约翰·隆斯基(John Lonski)称这样的激增和下跌就是“泡沫的迹象”。

在主席赞誉信息技术和产量上升时，在他看来这绝不是泡沫。格林斯潘宣称，幸亏有了电脑技术，商务经理们在做决定时可以用到实时信息。他并没有预见到产品的可见度要在短期内形成是罕见的情况，他认为这一知识大大降低了事情的不确定性。“当历史学家回顾20世纪90年代的后半段，”他告诉波士顿会议的听众们，“我怀疑他们会认为我们如今正处在美国经济发展最关键的时期。过去50年日积月累的创新成果所带来的新技术，正开始为产品和服务的生产方式以及分配给终端客户的方式带来积极的改善。这些创新——新近的数以万计的互联网用户可以证明——带来了潮水般的新成立的公司，其中许多声称要为国家的生产和分配系统提供改革的机会并控制其中大部分的股份。资本市场的参与者难以处理经济结构的持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续变化，正在寻求这些公司的合理估价。这些新近公司股价例外的起伏，以及在一些人眼中过高的估价，就预示了要开发这些在未来几十年中会具领先优势的特别技术和商业模式是有一定难度的。"

在采取了善意乐观的货币策略之后，格林斯潘表现得充满希望，且对风险小心翼翼。不计后果表现在几段演讲之后。他说："基本来说，信息技术的必要贡献是知识拓展和其正面、不确定性的减少。在此定量进入信息可获取的范围之前，大部分的商业决策被不确定性所阻挠。企业限制和拖延了顾客需求、库存位置、复杂系统中流动的原材料等方面的信息。在那样的环境中，原材料和人员增加两倍，作为一家公司实际操作中出现不可避免的判断失误的后续支援，是十分必要的。决策制定也许来自几小时前、几天前甚至几周前的信息。"

多亏了及时沟通带来的清晰性，先科系统不得不勾销仅 225 亿美元的第三财政季度过量库存，117 亿美元重组费和其他费用未包含在其中。如果使用更古老的技术，诸如电话、传真、邮件、市民广播等，损失毫无疑问会更大。在硅谷，PC、芯片、服务器、打印机和其他电子产品制造商不得不承受难以计数的最终客户需求的计算失误。朗讯、康宁、北电网络和捷迪讯光电因严重的投资资本分配不当而遭到了毁灭性的破坏，程度和苏联国家计划委员会(Soviet Gosplan)对苏联所造成的损坏不相上下。如果没有电子邮件，这次的损失程度恐怕就难以想象了。

主席并未完全忘记限制。他补充道："信息大量空白仍在持续，并且所有商业决策所最终基于的对未来事件的预测通常趋于是错误的。"但他没能指出高科技革命激活了右脑甚至身体左半边。它们挑起了投机风波，因此引起了潜在商业错误的新来源。这是特别有力的来源，20 世纪 90 年代后期，世界主要中央银行主席把他的赞成票投给了这个料想中即将到来的新时代。

许多方面是托信息技术的福，格林斯潘继续说。他提到人类基因重组、金融衍生品的精炼和大公司合并的爆发。"没有高水平的信息技术，几乎不可能管理那些在已被提出或实际上之后被创造出来的层面上的公司。"

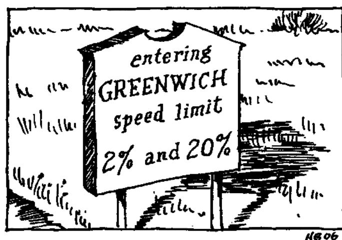
然而，他指出："在这天结束时，只有当它们被体现在资本投资、被定义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成包含任何会增加公司价值的开销时，新技术的好处才可以被实现。要产生这些投资，预期回报率必须高于资本开支。技术增效已经扩大了一系列生产资本投资，而高额公司普通股价格和高科技设备日趋降低的价格减少了资本开支。这个结果使得高科技设备和软件的花费真正爆发，造成了过去 5 年的资本股票大幅增长。"

已经走得如此之远，以至于陷入了一个逻辑圈套。主席将其身后的门紧紧拉上。"资本消费热持续增长的事实，反映了全世界仍可继续找到大范围的潜在高回报率，以及可增加产量的投资。而且我没有看到任何迹象表明这些机遇会在不久后随时消失。"至少不是在接下来的 96 小时(纳斯达克指数于 3 月 10 日达到最高点)。

这里有一些明显的见解。中央银行家说引发资本消费热的完全不是银行信贷过量或表面上的低货币市场利率。相反，是冷静、公平的得失分析。说到这里，主席异常谦虚。因害怕 2000 年大灾难，联邦政府在 1999 年晚些时候将数以亿计美元的信贷放入银行系统。并非货币历史上的第一次，超额信贷提升了投机精神，引发了不可战胜的乐观情绪。



格林斯潘只在 18 个月前讲过，但在投机时间里却是永久的。在 2000 年 3 月，企业间(B2B)营销将获得前景广阔的估价，对此主席继续证实。他说："实际上，许多人认为革新速度在今后几年会继续加快，公司为电子商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务,特别是企业间领域(这些领域是观察家认为增长最快的)开发出大量未经利用的潜能。汽车业声称已花费大量精力将购买行为转移到网络。许多其他行业也在发生或计划相同的发展。看来互联网成为每年几万亿美元企业间商务的主要场所已指日可待。”

加特纳集团(Gartner Group)预测,到 2004 年电子商务会有近 7 万亿美元的销量。格林斯潘,一位更加老到的预言者,没有说具体时间,只说了“几万亿美元”,即使如此,那个数字也只是个大概。电子商务股崩溃,成百上千个网站陷入黑暗。但他在一个重要细节上有先见之明:电子商务可开发的潜力仍然巨大。

美联储在 1999 年和 2000 年早些时候缓慢地加大联邦基金利率(Fed funds rate)。在 2000 年下半年,经济由胜转衰时,美联储又开始缓慢降息。提出投资周期理论的奥地利学院派经济学家们规定,在经济衰退期要限制攻击性的货币调控,以免萧条发展成为二次萧条。

格林斯潘未能辨识出泡沫经济,也未能及时认出这次消费衰退。在他一次题为“新经济”的演说中,他承认了利率与技术投资的关联。但因为信息技术是无法确认的绝对的好东西,也会伴随无法负责的坏事发生——比如,低于资本投资底线,造成 GDP 增长率过低。这种急转直下应归咎于库存或天气,就好像他在 2001 年 2 月 13 日向参议院银行委员会提出的那样。“新一轮的库存重新配比平衡看来正在进行中,”他告诉议员们,“相应地,开始于 2000 年中期的经济增长减速进一步恶化,到 2000 年底也许会降至瓶颈。当经济增长减速,公司普通股价格下跌,特别是高科技部门,这些部门之前的高估价和乐观预测正被重新评估,导致一些投资者的巨大损失。去年年末的经济指标中明显出现的疲软(也许部分原因是不良天气)显然并未持续到 1 月。”但他补充道,联邦公开市场委员会(FOMC)“仍对可预见未来中会产生经济衰弱的条件所造成的风险保持警觉”。至于究竟哪些未来是“可预见的”,主席并未说明。

他拒绝更改自己之前树立的界限——新技术变革的显著性。他说,产量增长和实际操作信息的可获取性会缩短这次库存和利润下跌的时间。除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此之外，华尔街并未担心，尽管最近的短期商业利润已经相当大地弱化，但在对未来可能从使用新技术中获得的回报抱有长期乐观态度方面，大部分公司经营者并没有明显转变。公司经理们更普遍地(或对或错)对于创新可能持续增加产量和利润的潜力保持相当的乐观。至少这来自于公司普通股分析师的预测，我们假设这些预测大部分来自公司经理人。根据一项杰出调查，超过 1 000 名分析师预测了 25 年平均收入，数据表明收入已经普遍坚定地保持在一个高水平。尽管最近几个月有减少的迹象。他们坚称这种预测很好地预示了长期资本积累的持续加强和结构生产力的稳步提升。

毫无疑问，这种期待并未保持，而保持这种期待的华尔街分析师也遭到嘲笑和鄙视。不仅收入大幅下跌，销售额也因需求量出乎意料的消失而降低。穆迪公司的首席经济学家隆斯基认为："企业销售额从 2000 年第二季度到 2001 年第二季度降了 0.7%。这是零售业、制造业和批发业销售额的总和。制造业遭到严重打击——降幅达 4.5%。上一次发生连续企业销售额下降还是在 1991 年第一季度到第三季度的 3 个季度。在那次之前是 1982 年第一季度到 1983 年第二季度的 5 个季度。再往前，是 20 世纪 70 年代，那个年代的通货膨胀使得数字呈现戏剧性的变化，但那是在 1970 年第一季度。之前所有的下降都发生在萧条期之中或前后。"

艾伦·格林斯潘搞不明白这个问题。这次失误并不意味着他永远无法找到解决方案。但目前来看，有可能他找到时已经太迟，或者把原因搞错了。

会见新的玛丽·米克[1]

2002 年 4 月 12 日

上个周五早晨，一位投资者走进摩根士丹利位于百老汇大街和第五十

[1] 玛丽·米克(Mary Meeker)是摩根士丹利的分析师。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大道的总部，准备聆听一场预定的关于如何阅读公司年报的研讨会。该公司为那些历经长期经济繁荣后仍未掌握这门艺术的客户们提供此类辅导。公司以前没时间组织此类活动。如果那些尽责的投资组合经理人在金融市场繁荣期把时间都花在教客户阅读公司文件上，就没时间进行那些有利可图的业务了，比如，获得首次公开募股的股份分配(IPO allocation)。

这位投资者现在已经加入《格兰特》旗下的“信息来源人保护项目”。他这周五要去的地方是位于格兰德中央火车站附近的凯悦大酒店。他边进入市区边在思考：真有趣，为什么在一家宾馆举行会计师座谈会？

这个问题的答案在他走进酒店的巨型舞厅后不言自明了。他估计里面约有2 000人。每个座位都有听众，有人甚至坐在地板上。拿起地毯上的一把椅子，他突然意识到上次看到这么多股票经纪事务所客户齐聚一堂，还是科技股大行其道的时候。

演讲者特雷沃·哈里斯(Trevor Harris)于 1997 年来到摩根士丹利。他发明了一个能使国际会计方法合理化的系统——在公平基础上进行跨国报告。现在他是该公司全球估值、财务和税收决策团队的领导人。

实际上，他是知名互联网产业分析师在熊市的化身，是投资界一颗冉冉升起的新星。《巴伦周刊》在 4 月 1 日的采访中指出，哈里斯和摩根士丹利另外一名电信业分析师西门·弗兰纳里(Simeon Flannery)合作，对美国长途电话运营商奎斯特公司(Qwest)作出了一份颇具争议但未雨绸缪的报告。他也通晓思科系统，并曾分析了金融繁荣时代的一些灾难性事件(其中一些可能曾被摩根士丹利其他一些部门看好)。“当哈里斯建议他们应该做的时候，还有会计师会顾全大局吗？”《巴伦周刊》报道，“如果人们能像哈里斯建议的那样看清行情大势，安然、环球电讯这类事件就可能不会发生。”

显然，这次来凯悦大酒店听报告的人很多看不清大势。哈里斯这位哥伦比亚大学会计学教授停薪留职加盟了摩根士丹利。他一直致力于让学生们了解：如果他们能对自己所投资的公司多了解一点(有时候需要全方位了解)，就会变得非常富裕。

而有些来听报告的人是为了自我惩罚。坐在《格兰特》信息来源人旁边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是一位对冲基金经理，他承认自己非常迷惘。“我真的不明白他在讲什么，”那个男人说，“但我发誓不到结束绝不离开。”这位忏悔者坐在地毯上，裤子上粘着一块嚼过的口香糖。

被谁替代了

2002 年 6 月 21 日

1998 年 12 月，时任美林证券研究分析师的乔纳森·科恩(Jonathan Cohen)写道，亚马逊网站“可能是美国股市历史上最昂贵的股份公开交易的公司”。这让其他人，包括他在美林证券的继任人亨利·布洛杰特(Henry Blodget)都产生了责任感：向人们展示一只高价股究竟能高到何种程度。

现在布洛杰特正在写自己的回忆录，而科恩还是在管理资金，包括成立仅仅 6 个月的罗伊斯技术价值基金。“科技股已经变成一个墓地和垃圾场。”罗伊斯联合公司(Royce & Associates)总裁、杰出的价值投资者查克·罗伊斯(Chunk Royce)这样说道。其公司现已归美盛集团(Legg Mason)所有。罗伊斯还说：“我们正尝试向前看……我认为时机大致正确，但可能略有些早。”科恩管理的基金共有 500 万美元资产，其资产净值自始已经下降了 10.4%。我们认为到目前为止还好。一个好的投资通常从小投资开始。通常在大赚之前，总会小亏一些。

科恩和斯科特·贝德福德(Scott Bedford)一样，并不认为“科技股”很便宜。后者是旧金山科技股的看空者，并发起了一只价值基金。科恩指出，正相反，快速地戴上(并及时地摘下) 他头上这顶独立对冲基金经理的帽子，会得到很多有吸引力的卖空机会。然而，他继续说道，尽管许多小型和微型科技公司给人一种股票崩盘的印象，但它们既没有死亡，也没有奄奄一息。

一个有丰富经验的从事技术投资的朋友说，成功的秘密不在于技术质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量，而在于管理质量。不言而喻，现金的质量也同样重要。科恩指出，他的分析从资产负债表开始。他看重的是一个投资对象的有形净资产，而不是任何人对该投资对象 3～5 年内投资盈利的随意猜测。

看一眼科恩持有的前 10 位股票，其附表会让我们回忆起以往的宇宙旅行——在泡沫经济中，有些股票曾上到月球。现在它们又都回到了地球。但这些股票也并不像那些非科技价值投资者们所希望的那样便宜。这 10 只股票没有任何一只以低于有形账面价值的价格来交易，也没有一只其市盈率低于 11.5。其中一半没有"盈利"，我们把问题抛给科恩：这些绝对价值，或仅仅是一个价值基金所包含的股票能带来价值回报吗？

"我希望我们所持有的全部股票都具有绝对的、巨大的、有吸引力的价值，"科恩回答说，"它们中的一些只是有不错的价值。当然，我希望其中有一些或者很多能具有引人注目的价值……"

每股 10.73 美元的联合在线(United Online，UNTD)是科恩第一个提到的公司。它有 1.26 亿美元的现金和短期有价证券(限定用途现金)，相当于每股约 3.23 美元。它的赋税亏损退算(tax loss carryforward)约 2.5 亿美元，至少占其 4.31 亿美元市值的 58%。在过去的一年里，它已经购买了 100 万股自家的股票。

联合在线是一家互联网服务供应商，最出名的业务是低成本的基本拨号服务，收费仅 9.95 美元/月，而其他服务商如美国在线、地球连接(EarthLink)、MSN 和美国电话电报公司世界网络(AT&T WorldNet)都要超过 20 美元/月。它同样号称拥有极低的顾客购置成本(第一季度每个用户只需 32 美元，而地球连接是 195 美元)。至 3 月 31 日，它有 160 万用户，循序增长了 9.5%，该公司称其有足够的资金来服务1 000万大众。该公司的净收入为负值，但现金流为正值。

"很少有人说联合在线快过时了。"科恩在回应有关科技公司容易因技术过时而自我毁灭的评论时说道。(在牛市时，投资者乐于为这种自毁行为付出溢价。他们觉得这些公司正在"再造"自己。)"联合在线是一家大规模的拨号网络服务供应商。目前市场上已有共识，即拨号上网终将会被宽带

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上网所取代，"科恩接着说，"这是事实。从某种意义上说，这一天总会到来。但我想现在离那一天还远。而且我还认为，联合在线正处于一个独特的有利地位，会因这种技术迁移而受益，而不会在经济利益上受到损害。而它的一些竞争对手们却好像更容易蒙受经济损失。"

科恩另外最钟爱的是 Register. com 网站，它是一个域名注册商（registrar of domain names）。别把它和域名注册库（registry of domain names）弄混了。前者与客户签约，帮他们进行域名登记，收取服务费，而后者是一个域名数据库。你可能还记得 2000 年 3 月纳斯达克最繁荣的时期。就在那时，Register. com 上市了，每股售价 24 美元。然后迅速飙升到 100 美元。现在则是 7.48 美元一股，每股稀释后的收益为现金净额 4.66 美元。"在不远的将来，这只股票应该能够做到每股盈利 1 美元（今年为 0.27 美元）。"科恩评论道。

不过，不少因素也能削减科恩对该网络股的热情，比如，注册（Register）公司的财务总监任期很短（两年多一点的时间里已经历四任）；网站创立者兼首席执行官理查德·弗曼（Richard Forman）一直在进行内部知情高层卖股（insider selling）；其强大的竞争对手、互联网基础架构服务业的巨人威瑞信公司（Verisign）第一季度收入为 3.28 亿美元，而注册公司仅2 700万美元。

科恩认为第四任也是最新任的财务总监是管理团队中深受欢迎的一位干将。他还认为，不管怎样，注册公司在管理上都超过威瑞信。"进入这个行业的门槛非常低，"注册公司投资人关系部门的史蒂芬妮·马克斯（Stephanie Marks）对我们的同事彼得·沃姆斯利（Peter Walmsley）承认道，"目前共有 149 家认证的域名登记商。我认为，迈向我们所定义的成功，其真正障碍在于你必须有足够的资金去建立一个品牌——建立系统、技术、工具、应用程序——这样你才能为客户提出令人信服的、以价值为中心的计划。我们有近 200 人在为顾客服务，更多人在做技术和产品开发。这是大企业。我认为，想依靠提供更廉价的域名来进入这个行业——这个方法是不行的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在 1998 年，科恩就是正确的。我们预感到这次他也是对的，他又一次做了早起的鸟儿。

史努比配置资本

2005 年 4 月 8 日

大都会人寿保险公司（MetLife，曾用名 Metropolitan Life Insurance Co.）上周以 17 亿美元的价格卖掉了自主建造的 58 层纽约市办公大楼（该大楼曾在动画片《哥斯拉》中出镜）。按预计8 300万美元的年净营业收入除以该售价，投资收益或称上限利率（cap rate）仅为 4.9%。这点收益甚至对目前不景气的摩天大楼房地产市场来说，也是非常低的。事实上，该价格足以让我们深思由低利率和过高估价所带来的风险。

一个问题摆在我们面前：人们在低利率时代的投资结果会怎样？答案是，结果会比较差，因为可获得的投资选择本身就不景气。大都会（MetLife）在完成对旅行者保险公司（Traveler Insurance）的收购后，很快成为全美第一大人寿保险公司。迄今为止，大都会已成功经历了过去 137 年间的每一个利率周期。如果我们能意识到每个投资者都是他所生存时代的囚徒——固有的生产量、固有的估值方式，甚至固有的信仰体系，就会明显感到这是一项多么非凡的成就。半个世纪前，经通货膨胀、税收和支出调整后，大都会获得的回报率几近于零。因为它力主寻求安全，即“安全为主”，所购债券的收益率为 3%或 4%，并不屑于投资回报率更高的股票。此外，大都会还丝毫不加批判地接受了 20 世纪 50 年代极端保守的投资信仰体系。

从 2055 年的角度回顾 2005 年，子孙后代会怎样评价我们呢？他们会摇着无所不知的脑袋，嘲笑我们的错误和疏漏吗？当然会这样。新千年最大的几个缺点就是：无条件地接受了极端激进和乐观的投资信仰体系。比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，“股票只要长期持有就能胜过其他投资方式，因为股票的特性就是如此。”还有一个缺点是，轻率地购买用不稳定的几种主要货币标价的低收益债券。我们的后代不会相信，我们竟然没看出1971年后的货币体系崩溃，因为那就摆在我们眼前。他们也不会相信，我们竟然把“判断权和预知权所托非人”这桩罪名归咎于美联储公开市场委员会。“他们那时在想些什么？”后代们会有这样的疑惑吧。

大都会已经卖掉旗下的房地产，以资助它最近以115亿美元对花旗银行保险资产的收购(除了位于第42大道的大都会大楼，它还卖掉了在麦迪逊大道1号的前纽约总部)。花旗银行这些资产的估值为账面价值的1.54倍、2004年收益的12.8倍，算不上特别便宜(除了和大楼价值相比)。“公司在曼哈顿市场的高端写字楼现在售价超过700美元每平方英尺，在2002年前曾触底500美元每平方英尺……”彭博社指出。铁狮门(Tischman Speyer)的总裁罗伯·斯派尔(Rob Speyer)是大都会大楼的购买者之一，他告诉《纽约时报》说：“这个机会一生只有一次，购买这栋纽约市地标建筑一直是我们翘首以待的。”

今天，资本利率为4.9%，人们可以买到一栋标志性的建筑或一些不是特别有标志性的债券。你喜欢哪一种？债券没有窗户要擦，没有墙要漆，没有地毯要吸尘，没有租客要对簿公堂，没有要付给政府的财产税。另一方面，如果利率下降，建筑大楼不会被提前赎回。然后，又一次，每个收入流——租金和利息——都由美元主宰着，这样的世界历史很长。或许利率以及/或者通货膨胀率会上涨？根据租赁到期的时机，大楼的新管理层可以提高租金。债券持有人可以更高的收入再次投资于债券。如果不良信用事件一个也没有发生，在到期日他们每美元会收到100美分(不论碰巧“1美元”价值多少)。

然而，无论是建筑还是债券，都无法为寻求价值的投资者们提供安全感。相反，两者的资产类别掌控着一些记忆中最有价值的估值。就在去年，大都会保险公司的房地产和房地产的合资企业收益超过11.6%，或者超过资本利率的两倍，这正是大都会保险公司大楼购买者上周说的“我做到了”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅价值高估就会使总回报令人失望吗？要强调的回答是：是的。我们把判断的信心寄托给资本组合。

反省过去比推测未来要容易，往往收益更多。经济周期涨涨落落。与之相似，裙摆长度、领带宽度以及地缘政治的队列也都是这样长短兴衰地变化着。但是，无论是艾森豪威尔当总统还是布什当总统，低名义利率给一个资本配置者带来了同样基本的投资挑战。复利就是著名的世界第八大奇迹，但有些利率的确比其他利率更奇妙。投资 100 美元以 4%收益持有 50 年，一年两次复利，你最终将获得 724.46 美元。投资 100 美元以 8%收益持有 50 年，用相同的方法计算复利，你将得到5 050.49美元。借用苏菲·塔克(Sphie Tucker，1884～1966 年)的话，大都会保险公司以高利率投资，也以低利率投资，但利率高更好。高的实际利率特别好。低利率是不理想的，不仅因为它们未能按时交出投资回报，而且因为其对于谨慎的人们的诱惑不够大。

金融手段对于现在读者的父母、祖父母来说，意味着（除了极小的债券收益率）高边际税率的廉价股票、无杠杆的资本结构、严格控制的投资市场和根深蒂固的不安全感。许多美国人将从经济大萧条中恢复与第三次世界大战的爆发相提并论。很少有人能想出与之完全不同的一系列情况发生在自己身上。能够想象出这种情况的组织更是少之又少。“9·11”委员会写道：“想象力通常并不是一件与官僚相关联的礼物。”“对未来的洞察力是……不容易在实践中应用的，”委员会同时也表示，“在问题看上去还很小时，就尽最大努力去做是最困难的。一旦危险已经完全物质化、显而易见时，动员确实会更容易，但这就可能太晚了。”在此，尽管该委员会认为这是在讨论国家安全，这或许也是对投资艺术的认真思考。

老读者们想必知道利率市场以及长期市场。完整的利率周期，从低利率到高利率再回到低利率，可以跨越一代人或者更多。根据西德尼·霍姆(Sydney Homer)所著的《利率的历史》(*A History of Interest Rates*)，债券市场的牛市开始于 1920 年，此时公司收益率为 5.25%，结束于 1946 年，公司的收益率为 2.5%。接下来的熊市陷入了一个缓慢的开局。的确，从数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据上来说利率是上升的(仍然在美联储和财政部的控制下)，但几乎没有人注意到这个变化趋势。收益率走低持续到20世纪60年代初。谁能料到这一波最大的债券市场牛市会在1981年的一场金融危机中以15%的长期国债收益率达到顶峰？反正不是大都会人寿保险有限公司的投资委员会。

“像往常一样，”大都会人寿在1955年的年报中向其投资者指出，“公司的投资政策首要考虑的是以安全性为准则，与合理的回报率相结合，同时还要考虑到国家以及地区间的利率差异。”在1955年，这个所谓“合理”的回报率是税前3.48%。去年，这个投资组合的税前回报率达到了6.53%。

在1955年，大都会人寿保险是一家共有公司，这意味着投保人即使不能控制它，仍然能够拥有它。它的资产为139亿美元，从资产上来说，它是美国最大的公司(不仅仅是最大的保险公司，而且是所有公司之中最大的)。它的客户有38.8万人，在美国48个州和加拿大，每5个人中就有1个是它的客户。它的雇员达到55万。它没有授权最大化收益，或者任何别的东西。相反，它试图坚持原则并为国民经济议题做出贡献：在战时防御，在和平时繁荣。与之相比，授权股份化以后，追求利润最大化、对于资本市场有着独到见解的大都会保险公司在2005年提出：“公司的主要投资目的是为了对所得税净值、风险调整后的投资收益以及总回报进行优化，同时确保资产和负债在管理上能够以现金流和持续经营为基础。”

作为一家控股公司，今天的大都会人寿保险公司花费了数十亿美元的企业资产以“实现股东价值”；为了获得旅行者保险公司，它出售了曼哈顿的房地产。这一行为为全球4 600万人承保，并增加了54 000个岗位。1955年，大都会人寿的盈余达到其总负债的6.4%；2004年，大都会人寿子公司的盈余为其债务总额的3.7%。“我们知道全世界人民都是保险不足、储蓄不足的，并且在生育高峰期出生的一代人需要退休保障，这将保证收入。”公司管理层以新的、公认的全球化语言宣称。过去，大都会人寿的经营是以服务股东和国家为主(当然，也包括它的员工和管理者)，而不是由股东自我选择经营目标。即使在艾森豪威尔时代公司已经决定“将其业务领域的资金配置从风险资本(RBC)变为经济资本”，就像当时大都会人寿所做的那样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层可能也不会意识到有在年报中公开这一事实的必要。新世纪的大都会人寿，以其众多的数量分析师、注册金融分析师和工商管理硕士，不仅运用金融衍生品进行利率以及汇率风险的对冲，调整垃圾债券的债券组合，而且也在标准监管格式下公开这些信息。

但是，尽管有这些划时代的变革，如今资产配置的方式是不同于 1955 年的。现在的情况与当时的情况一样，重点是资产类公司债券受早先事件风险和信用风险的影响。公司债券组成投资组合的 43%，与此相比，1955 年这一数字为 52% 。抵押贷款和抵押贷款证券占了投资组合的 32%，相对地，1955 年为 22.8%。如今，和 1955 年一样，政府证券账户占了投资组合的 12.7%。现在的情况和当时一样，只有少量资产参与到资产组合之中。与此相同的是房地产业的情况。现在，“衍生”资产，比如，对冲基金、可转换债券套利等，似乎都很难定义。在新千年大都会人寿涉足了外国有价证券领域，这在 1955 年是不大可能的（2004 年投资组合中 31%是外国资产）。但它们只是名义上的外国资产：公司没有未对冲的外汇风险敞口。

在过去的半个世纪中，美国人的预期寿命已从 68.2 年攀升至 77 年。“从人口统计学的观点来看，”大都会人寿在 2004 年年报中写道，“美国人口的大部分正在从资产的积累阶段进入到资产分配阶段。在近 10 年内退休的人占据重要资产。考虑到人们不断延长的寿命和非结构化的资产分布，公司相信很多人的寿命会比他们的退休储蓄和/或长期护理保险时间更长。因此，公司预计对于有保障的退休支出解决方案的需求在下一个 10 年里会大幅上升。”

50 年前，美国人还在兴致勃勃地积累资产。当然，当时大都会人寿也在积累资产。在 1955 年，它得到了 65 亿美元的新保费收入，令人吃惊的是，这一数字比 1954 年有了 33%的飞跃。那么，这样大规模的现金流入应该如何进行投资呢？

由 7 人组成的投资委员会成员在 20 世纪 50 年代初全是 80 岁左右的人士。弗雷德里克 · H. 埃克(Frederic H. Ecker)自 1883 年起就是公司的员工。也许他还有一颗年轻的心。但他在 20 世纪 30 年代担任公司的董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会主席，当时公司的农业贷款中有58%是不当操作，因而导致200万英亩的农田被收回(大都会人寿有自己的“农业部”)。据说，一个精明的投资者对他的个人账户进行了研究，证明埃克并没有采取任何措施来挽救投保人的储蓄。“投保人本金的安全是人寿保险基金的首要考虑。”董事会主席查尔斯·G. 泰勒(Charles G. Taylor)强调。

多么高尚的话啊！但是，靠什么来保障本金的安全呢？在大都会人寿所投资的资本市场里基本没有安全可言。从第二次世界大战结束到20世纪50年代初期，公司的投资回报勉强跟上(或实际落后于)所测得的通货膨胀率，并且测量到的回报率是被价格管制所抬高的。为了使投资回报率大于主流债券收益率，在20世纪30年代后期大都会人寿加大了对公寓大楼的投资。在众多大项目之中，它建造了弗吉尼亚州亚历山大的费尔法克斯(Parkfairfax)、旧金山的默塞德(Parkmerced)，以及曼哈顿的彼得·库珀村(Peter Cooper Village)和史岱文森镇住宅区(Stuyvesant Town)。但它没有得到任何的经济援助，即使是水泥和砖这类建筑材料。通货膨胀增加了建筑成本，而租金管制则限制了收益。在1948年年报中，管理层回忆起20世纪20年代初所获得的5.25%的投资回报率：“如果去年的投资回报和1928年一样，它就意味着约增加了1.82亿美元的收入，也会使公司有能力向投保者支付更高的红利。”在那一年，公司的投资收益为3.03%，从好的方面来看，就像大都会人寿长期以来都在尝试的那样，比1947年的收益整整提高了9个基点。

利率相对于过去来说乏善可陈，但普通股也是。这是一个值得现代投资组合理论家去思考的悖论。1951年，远期国债收益利率约为2.6%，而标准普尔500指数股利率为6.1%，同时有10.9%的收益率。我们提到1951年，因为在那一年，纽约州保险部门修订了其严格的投资政策以允许人寿保险公司持有普通股。那么，大都会人寿是否利用了这个机会呢？“我们不打算持有普通股。”董事会主席泰勒在1952年接受《华尔街日报》采访时指出。他已经花了一年时间来考虑这个问题。

四年很快过去了，在新闻发布会上，新的董事会主席展示了1955年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务报表。一个记者询问公司是否改变了对于股票的看法。弗雷德里克·W. 埃克，即老埃克的儿子，说："没有。"一方面，法律允许购买的股票数量不足以对投资结果产生重大影响；另一方面，市场已经不再"便宜"了（1954年，道—琼斯指数越过了1929年的高点）。同时，标准普尔指数的红利率仅仅比长期AAA评级的公司债券收益率高104个基点。但即使公司已经获准购买足够的股票，它也并不会这么做，因为这可能造成市场价格的下跌。

"假设，"《国家包销商》(*The National Underwriter*)复述了埃克的话，"我们的投资中有10%是股票，而股票市场有40%的下跌，就像这半个世纪里发生了很多次那样，那么，这很有可能就会使公司的盈利消失。而且，股票市场崩溃、人寿公司陷入亏损的消息四处传播，这对于公众信心来说不是一件好事。"这些剧烈的波动，埃克先生指出，是普通股隐含的本质。



那么，哪些是高级债券的隐含特征呢？埃克承认只有一个：安全。一个精明的投资者会看到债券仅仅是看上去安全，即使它们当时被看好，因为收益率会一直上升到1981年9月30日。但精明的投资者并不需要工作，或者说他们不能很好地处理工作的问题。他们尤其不是那种大型人寿公司投资部门的合格人选。关于美国式智慧的新罗布—西尔伯曼(Robb-Silberman)报告的作者们在劳委会(CIA)及有关机构哀叹"投资环境整合"流行于全世界的机构投资。债券吗？"高安全性，可长期投资。"投资委员会据此进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行大致判断。看看过去 25 年间:利率下降,通货膨胀停滞,美元得到全球认可,成为储备货币。为什么要改变这些现象呢?

为了以更低的成本为第二次世界大战融资,美国财政部和美联储压制了利率。50 年后,为了减轻股市泡沫破裂所带来的损失,美联储再一次抑制了利率。第一次利率操纵给债券持有人造成了巨大损失。我们预计第二次利率操纵仍将会给同类证券的持有者带来相当可观的损失。50 年前,在固定收益市场中失败的人们发现了资产的价值。现在,已经没有这样的天堂了[既然每个已知的门萨国际(Mensa International)会员都成立了对冲基金,投资机会正日益稀缺,投资不再受区域与时间的限制]。大都会人寿在房地产销售领域的灵活运作值得尊敬。同时,它巨大的债券组合也值得我们同情。为了完成未来关于公司可悲的投资业绩(目前只有担保而缺乏投资价值)的投诉,投保人应该记住联邦公开市场委员会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　平静的死亡

关于感觉的预言

2001 年 8 月 17 日

1991 年，在意大利阿尔卑斯山一座快融化的冰川处，发现了一具被冻干的尸体。尸体上没有任何标志，这当然是在预料之内的，因为死者的死亡时间在 5 300 年前。

一些法医对这个红铜时代的残存物进行了 X 线照射和 CAT 扫描。他们没有发现任何外部创伤，但认为观察到了破碎的肋骨，精确地说是三根破碎的肋骨。由此，他们认为这其中隐含着不法行为，并称这具尸体为“冰人”。

但是，尽管有这些检查、探测和猜测，这些法医却没能发现“冰人”左肩上的“燧石”箭头。这个箭头离他的左肺不到一英尺。这个被忽略的证据是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在6月28日的另一组X线照射中发现的。“我很确定这个伤口对他的死亡有很大作用。”意大利博尔扎诺综合地区医院的主治病理医生爱德华·艾加特·维吉(Eduard Egarter Vigi)医生说道。

我们回到冰人和这些医生的案例上，来研究观察失误带来的危害。像法医一样，投资者必须从手边的事实中得出结论。这些事实却是从易犯错的人类感觉中过滤出来的。“我已经检查过这具尸体上百次，之前却没有发现任何东西，这是非常清楚的。”爱德华医生说道。也许大多数《格兰特》的读者曾和医生身处同样的情形。一行行熟悉的数据显示着相同的旧信息，直到一些新人发现了与众不同之处。“哇，找到了。”

博尔扎诺医院的主治放射线医生保罗·高斯特纳(Paul Gostner)发现了冰人身上被人忽视的信息。根据8月7日《纽约时报》的报道，此时保罗医生离计划退休的时间不到两个月。《纽约时报》称：“之前在奥地利茵斯布鲁克进行的至少两次以上的放射性检查都没有发现这个箭头。”“我们没有从CAT扫描上看到这个箭头是无法原谅的……”茵斯布鲁克大学临床医学的一位放射性专家迪特尔·祖尔·内登(Dieter Zur Nedden)医生说道。他领导了这些放射性检查。

内登医生的合作伙伴、来自休斯顿M.D.安德森癌症中心的小威廉姆·A.墨菲(William A. Murphy Jr.)医生发出了惭愧之声。这将引起每一个投资者、证券分析师以及审计师的共鸣。起初，媒体对发现箭头的报道让他大为震惊，墨菲医生说道。“他赶紧跑往办公室，”《纽约时报》报道说，“拿起X线照射的复印件，接着找到了一个‘绒绒的密度比较深的东西’。相比这具史前尸体上的异常处，这个东西之前并不明显。”“这使我甚为惊讶，在我们仔细审查这些图片后，发现那个小东西就真的在那儿，”墨菲医生说道，“我们抓破脑袋，绞尽脑汁，就是试图找出这些细节，但那儿可能就是一个箭头。这使我们非常惭愧。”

一个外行人可能思索：不是只有法医才被允许进行史前遗体的研究。很可能，那些没有发现箭头的放射线专家就是那些想要检查你的遗留物的医生呢。我们假设内登医生和墨菲医生对燧石箭头没有政治偏见。他们那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

儿既没有牛市，也没有熊市。没有股票影响他们的判断。他们看着照片，看见他们脑海中想象的事物，却和眼前呈现的真实图景不同。

将这些分散的、精确的科学观察行为与大量的日常金融经济观察行为相比，不像茜斯布鲁克的医生，投资者假装没有政治偏见。他们或是长期投资，或是短期投资。他们拥有股票。如果某组数字可以代表特定的关系，这些股票可以换成金钱。通常，他们没有时间像实验室那样检查或反复检查一件样品。他们需要当场及时做出决定。

如果一个箭头可以在众目睽睽之下被忽视，那么，在金融报告中，同样会出现类似情形。总的来说，我们投资者应该被祝贺。这真令人惊奇，我们当中这么多人没有负债。

是时候通货紧缩了

2005 年 1 月 14 日

现在的飞机票都是半价了，并且没有任何附加条件！顺便说一句，那件打七折的极品开什米上衣，穿在你身上真是漂亮极了。先生或女士，我们可以向你展示我们特殊的、不用现款支付、关于购买任何汽车的零比例贷款方案吗？在销售经理的恭维下，具有防水底涂层的橡胶地板席都归你了。

这个世界就是一个聚宝盆。由于美国那可恶的向外举债的机器、互联网，以及中国和印度从其他千禧年的经济力量中的崛起，现在的物品极其丰富。越来越多的国际服务开展起来，因此，在国际竞争日益强烈的情况下，价格也便宜了许多。但是，在这么多年的自由贸易和技术进步之后，美国的通货膨胀率依旧呈上升势头。接下来，我们需要思考的就是，这个事实的意义是什么，我们又该怎么办。

从华盛顿时期直到原子弹出现，物品价格总是上下波动。战时涨，和平时跌。正如格林斯潘自己所说的那样：从 1800 年到 1929 年，美国的物品价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格水平几乎没有发生太大的变化。大萧条之后的第四年，罗斯福政府将金本位从不幸中拯救出来。1946 年，杜鲁门政府通过了强制充分就业的法案。实际上，通货膨胀已成为国内法的一部分。“1933 年废除金本位后的 40 年，”格林斯潘不久前说道，“美国的消费价格指数几乎翻倍。接下来的 40 年，价格翻了两番。从黄金可兑换性受到限制以来，我们的货币政策一直允许过量地发行纸币。”这种情况一直延续到现在，格林斯潘补充道。

格林斯潘主席于 2002 年 12 月发表讲话(此时他和同事都坚持认为)：美国面临着物价下跌这样一个深具意义的风险。为了抢先制止这个猜测的危机，美联储将联邦基金利率降到 46 年来的最低水平。该项政策旨在将战后持续上涨的物价恢复到美国人可以承受的范围。奇怪的是，美国人却没有什么异议，尽管作为消费者，美国人总是喜欢讨价还价。经济学家认为下跌的物价不利于经济增长，不利于就业，不利于债务人，并且尤其不利于美联储执行货币政策的方式。让中央银行将物价水平稍稍提升，这些经济学家的呼声就会退去。

表面上，央行确实这样做了。据称，伟大的格林斯潘贯彻了一项完美的货币刺激措施。他阻止了通货紧缩，却清楚地操纵了证券市场可能担忧的通货膨胀。



“哇噢——还不是太坏，我们仍然有同样数量的股票。”

格林斯潘那个组织松散的拉什莫尔山委员会的委员至少这么说了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《格兰特》对此持有不同的观点，这个观点需要一篇短小的定义性说明。是否有通货膨胀？但我们相信："这儿有太多的美元追赶太少的物品。"这多余的美元追逐是没有预测到的。最近的几个月，它们追逐股票、欧元、垃圾债券、新兴市场的债务、房子。在华尔街，这样的膨胀被冠名为"牛市"。这是人们所欢迎的。但另一方面，这些多余的美元追逐裙子(或是毛衣、汽车、医疗保健)，这又被称为"通货膨胀"。这是人们所不欢迎的。

通货紧缩并不是通货膨胀的反义词。我们可以这样定义通货紧缩：太少的美元追赶太多的债务。美元淹没了债务，太少的美元和股票债务相关联是这些天被委婉称为"信用事件"的前提。信用事件接下来的影响就是物价下跌。物价下跌的原因在于在一场足够大的信用事件中，商业活动暗淡。在流动市场缺失的情况下，现金就是国王。但通货紧缩不是物价下跌的唯一原因。如果价格下跌是因为价值规律的正确影响，那么此时的情形可被称为"价格下降"。对于我们而言，"通货紧缩"仅仅指代"债务紧缩"。

世界还没有普遍接受这些观点(我们从那些早已逝世的经济学家那儿借鉴的观点)，我们将使自己的观点与世界一致。这意味着我们不会再将通货膨胀和通货紧缩的定义限制在传统上的那个带引号的意义。对通货膨胀作狭义理解，对通货紧缩作扩大理解，都不会对世界的发展有任何帮助。

当然，美联储作为这个草率想法的始作俑者，并不愿意承认通货膨胀其实就是一个不能被人们接受的通货膨胀指数上升率。并不是美联储那位大师拒绝承认这个世界已经有很多物品和服务。他曾明确地承认世界供求已趋于饱和。但是，据我们所知，他没有跟随这个观察逻辑上所表明的方向。如果其他任何事物都保持原样，那么现在的通货膨胀可能有所遏制。我们强调"可能"，是因为这个聚宝盆效益中产生的、更多的、更便宜的全球供应与美元贬值在一定程度上相抵消。但是，我们确定的是，如果没有美联储的严重干涉，通货膨胀率肯定比现在低。因此，这个"不可测量的"通货膨胀率扩大了。这里的通货膨胀是指房价、债权以及其他资产估价的标志。

我们准备打赌，大师对通货膨胀和通货紧缩实质的了解，以及对美国物价水平在整个世界供应充足的情形下的下降倾向的了解，要比他所泄漏的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多。并且，我们同样准备打赌，大师对美国家庭和商业的杠杆系数之高也有一些判断。说到收入，债务股票已经连续几十年上升。如果价格水平扭转为下降，无数的净债务人将在保持偿付能力上挣扎不已。下降的价格，即使不是由于信用事件引起的，也会使人激怒（例如，几万亿美元政府赞助的企业可能需要向财政部余债）。

令人惊异的是，不是所有的事都保持原样。美联储在警惕“零界点”（零界点指的是联邦基金利率为零）的可怕后果和引起日本经济不景气的同时，于 2001 年表明了它激进简单的货币政策立场。它采取了 5 项严厉的行动将基金利率拉回到 2.25%。但这个水平仍比 1992～1993 年增长周期的超低基金利率低 75 个基本点。这就是丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉（Daniel Patrick Moynihan）所说的“异常偏低”。

2001～2003 年，美联储实施的利率刺激使贷款不止一次被重新融资，抽回股权的房主的财富暂时大幅增长。但当利率停止下跌时，增长也停止了。货币缓冲实施的结果也是如此。诺贝尔经济学奖获得者弗里德里希·冯·哈耶克（Freidrich von Hayek）20 年前接受颁奖的时候也提及了信用扩张的风险。他警告要小心用发行货币来增加需求的策略。这种策略除了会引起通货膨胀之外，还会造成更严重的危害。发行货币扭曲了市场经济的信号灯——价格和工资。对于错误的信号——红灯时消费，绿灯时储蓄——人们错误择业，资金流向了错误的渠道。在最近几年里，这所有一切都受到错误价格的误导，或是错误利率的误导。

哈耶克说道，持续将多余的钱注入经济系统中那些能暂时增加需求但当注资停止或变缓时需求就停止的点，以及人们对价格会持续上涨的预期，使劳动力和其他资源流向这样的工作：这些工作存在的时间仅限于资金保持同等的增长率时，或者仅限于资金以一个既定速率加速增加时，这样的政策产生的并不是一个其他方法不能产生的就业水平，而是一个不能保持住或只能通过一定的通货膨胀率才能保持住的就业水平，这会导致经济活动的紊乱。

哈耶克，说在“经济系统中的某些点”注资，这些合适的位置将使经济暂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时繁荣(直到货币发行停止增加或利率停止下跌,这个过程逆转)。对于一个投资者,更多的是对于一个投机者,“暂时”是非常有魔力的。这个诺贝尔奖桂冠获得者能不能说得更具体一些?我们必须自己去寻找答案。例如,1月5日《华尔街日报》的一条新闻报道,随着市场的景气,越来越多的人拥有第三套房子。迟早将上升的利率会使这些拥有三套房子的少数人变为只有两套房、一套房,甚至是没有房子。有人猜想这样的连锁反应也会在美国经济的其他高杠杆领域发生。这又会怎样?联邦公开市场委员会在12月14日会议之后发布的一篇文章对此提供了有效的信息。文章说道:“有些参与者认为延长的政策贷款期产生了一个重要的流动性程度,可能会造成金融市场潜在的过度危机;这些危机的表现有相当小的债权差价、首次公开发售的回升,以及独户家庭房、公寓房市场上的投机需求变得明显。”

在上周写给《金融时报》编辑的一封煽动性的信中,芝加哥期货交易所的一位前董事安·E. 伯格(Ann E. Berg)对美国贸易赤字的讨论提供了一个哈耶克式的结尾。为纠正该国消费和生产之间的巨大且不断增长的差距,市场主要关注美元的汇率。“至今,我已看到一个分析家认为贸易不平衡可以通过大致降低消费者信用来解决,这绝对能解决进出口不平衡,”伯格写道,“25年来,由于不断下降的利率环境,美国的消费者享受了越来越易得的信用。”

但是,除了下降的利率,美国的消费者还从华尔街日益增长的巧妙的处理、打包以及分销债务业务中获益。期货、股权、互换、证券化的出现使美国人的借贷更加便捷,“并在过去的几年中,使消费者的口袋中装满了几百亿美元,尤其是在将无担保的信用债务变成资产支持的证券协议(房产贷款)后”。这方便了美国人民的生活,“新兴的”经济体在生产和储蓄方面比银行业和消费方面要做得出色。上升的美国利率可能使借贷的步伐变慢,因此也阻碍了消费。但是,伯格说此时消费者债务的上升速度比消费者的收入快。这样的事实“会使一些债权人因为更高的违约率而要求更高的风险利息。一些证据表明,一些信用卡发行者正要求大幅增加每月的还款限额。美元的进一步贬值刺激了出口增长,因此也是现在账户赤字的唯一解决途

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

径。紧缩的信贷环境造就了更拮据的消费者，或许证明了一个同样可能但不受欢迎的解决途径。”但是，这很不像美国人的作风。

艾森豪威尔时代的通货紧缩

2006 年 2 月 24 日

“当然，美联储的主席宣称，美联储一定会警惕通货膨胀和通货紧缩，‘并会对两者同样尽力应对’。”

前美联储主席威廉姆·麦克切斯尼·马丁(William McChesney Martin)50 年前在一次对宾夕法尼亚银行家协会的演讲中说过这样的话(那时《华尔街日报》曾对此进行报道)。而我们的现任主席本·S. 伯南克(Ben S. Bernanke)也说过类似的话。因此，尽管美联储主席会换人，他们的措辞却总是一致的。

不过，伯南克最近确实说过，通货紧缩之害要更甚于通货膨胀，而且美联储应当竭尽全力与之战斗，甚至做到——打个比方说——把美钞从直升机舱门口扔下去的程度。美国的 10 年期国债在 2002～2003 年度的收益已降至 3.1%，眼看就要与通货紧缩的日本一样踏上低收益之路了(这也正是那些大肆宣传看多债券市场的人所希望的)。然而，通货紧缩却并未发生。美国的物价指数长期以来都在持续上涨。

这并不是说美国的战后经济能够防止通货紧缩。从 1954 年 9 月到 1955 年 8 月，美国消费价格指数同比连续 12 个月下降。此事虽然发生在半世纪以前，但既然伯南克已经从普林斯顿大学经济学院的前院长变成现任的美联储主席，就应该记住这段历史。此外，从世界的低债权收益率来判断，通货紧缩仍在市场先生的心目中占有相当大的一席之地。

通过研究过去，我们就能照亮未来的道路。艾森豪威尔执政时期处理通货紧缩的经验能为布什政府带来哪些启示？会为伯南克在制定今后的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率和货币政策时提供哪些借鉴？答案似乎应当包括：(1)该通货紧缩可能纯粹是良性的。(2)但当今的货币政策制定者还是会恐惧通货紧缩。(3)某些货币政策制定者有比其他人更多的手段来表达自己的恐惧和预感。当然，比起半个世纪前的美联储主席马丁，伯南克可使用的手段要少得多。(4)1954～1955 年的经验告诉我们，碰到通货紧缩，利率会低到令人难以想象的程度。

每天的报纸都好像在进行一种货币罗夏墨迹测试(Rorschach test)。一位具有市场意识的读者面对经济和金融新闻，可能做出"通货膨胀"或"通货紧缩"这两种判断。《格兰特》是站在"通货膨胀"判断这支队伍里的。当然，一位公正的读者会用科学的态度来权衡这些证据。但事实是，纸币总是会失去其价值，政府永远是支出大于收入，现在的央行行长们实际上一直致力于实现通货膨胀(小心做过了头)。目前，中国、印度、沃尔玛和互联网共同构筑了一道难以逾越的反通货膨胀防线，使通货膨胀率甚至无法到达 4%或 5%。有人对此表示反对，但《格兰特》的回答是：不要低估央行行长们。



然而，正如我们所意识到的那样，同样也不要低估惊喜的力量。此外，通货紧缩的存在是理所应当的。自由贸易、全球化以及科技进步等因素都在推动全球供应曲线一路下滑。价格理应下降。但超低的利率、宽松的借贷条件，以及上升的资产价格却推动着美国的需求曲线一路上行；这些因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时刺激了消费繁荣。因此，从这个角度看，价格非但没有下降，反而应该并实际上正在向上攀升。

现在一切都清楚了？当然还没有。《格兰特》怀着开放包容的心态——至少我们自己这样认为——继续往下研究。如果未来某一天在通货膨胀率仅有2%左右的时候发生了经济衰退，那么我们有理由相信，在衰退结束时，通货膨胀率一定会变成负数。接下来呢？我们这些已被高度杠杆化的美国人会怎样？患有通货紧缩恐惧症的伯南克会采取什么措施来重启货币贬值的引擎？我们一边如此思考，一边试图在封存以往货币措施的"时间胶囊"中寻求答案。

胶囊中这样一个小场景可能会对目前有所帮助，即艾森豪威尔时期的通货紧缩——它紧随着一场为期10个月的经济衰退(1953年7月至1954年5月)，而那场衰退又紧跟着朝鲜战争的停战阶段(1950年6月到1953年7月)。战争抬高了生产者价格和消费品价格。战争开始不久，价格上升率达到顶峰。战争结束后，价格也随之下跌。

货币政策制定者们是怎么想的？他们所有人都经历了20世纪30年代的经济大萧条。1946年《就业法》要求他们至少要避免另一场由通货紧缩引发的经济崩溃。在1953年10月，朝鲜战争后的经济衰退已持续了3个月，《华尔街日报》引用一位商务部官员的话说，"无需担忧通货膨胀，严峻的通货紧缩才是我们要防御的敌人"。在以往的金本位制度下，价格在和平时期通常会下跌。而在20世纪50年代，美国正实行某种金本位制(强调"某种")。该制度允许外国央行和政府(绝非个人)将多余的美钞以法定35美元一盎司的价格兑换成黄金，但该权利并不能被广泛行使。实际上，黄金兑换并不会限制国内的货币政策。无论如何，记录显示，在停战协议签署后的数月和数年间，宿命般的经济衰退和价格下跌并未发生。相反，政府采取了一切反周期(countercyclical)措施。

可用的措施有很多。在20世纪50年代早期，美国的经济模式属于战时集权型。大萧条、第二次世界大战、冷战以及朝鲜战争迫使美国行使物价控制、工资控制、利率控制、额外利润控制，并出台了许多其他规章制度。现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美联储手上只有一种有效的政策工具——联邦基金利率，而50年代的美联储可以拿出三四种。现在美联储也只担负两项主要职责：稳定价格和保障充分就业；而那时除了这两项外还有一项：在直到1951年的10年间，美联储一直帮助财政部销售债券。在制定货币政策时，美联储设定的利率还要让财政部满意，以方便其借款。即使现在美联储已从这些机构强加的桎梏中解放出来，它仍未摆脱受奴役的阴影：它将债券收益率定在2%、货币市场利率定在1%（或更少）的举措就是证明。

因此，美联储调低了通货膨胀风险，手腕更加变通。1953年初，它把股票市场利润要求从75%降到了50%。同年5月，它加快了公开市场购买证券的步伐。同年7月，又调低了银行储备金要求。一年后在1954年的世界职业棒球大赛上，纽约巨人队已踏上了直落四局横扫克利夫兰印第安人队、获得总冠军的征程。而与此同时，马丁的美联储也执行了更多"公开市场"和"准备金要求"方面的措施。在这些"药方"的作用下，一场相对温和的经济衰退——国内生产总值最糟糕时也仅收缩了1.6%——正在结束，而通货紧缩则刚刚开始。

如果每次通货紧缩都像1954～1955年这场一样温和就好了。那时尽管消费品价格持续下降，但商品价格和股票价格依然飙升。仅5家银行倒闭。此外，在这场奇怪的通货紧缩中，公司信用利差（corporate credit spreads）反而收紧了，并未反映出借方因缺乏收入而身处困境，这就是1954～1955年的通货紧缩。真希望今后的大范围价格下跌都是这样。

但这种好事可能不会发生了，因为现今美国经济的杠杆化程度要远高于50年前。借方在通货紧缩期间身负重债，就好像背着铅块去游泳，想要浮起来很难。价格下降时，借方的收入也可能缩水，但欠款的票面价格却保持不变。1954年信贷市场的债务总计5 410亿美元，是GDP的145%；现在则为38.8万亿美元，是GDP的320%。在战后初期，大萧条的鬼魂仍出没于华尔街。原始垃圾债券、可调利率贷款产品（option ARMs），以及独一无二的长期经常项目赤字（current account deficit），在很大程度上都是当时的人连做梦都想不到的（除非是噩梦）。国家城市银行（现在的花旗银行）的财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务状况计算书充分反映了那个时代的主旋律。该银行63亿美元的资产中只有不到500万(注意仅有几“百万”)美元属于住房贷款,而全部放款及贴现共计23亿美元,占存款的41%。在这种配置下,价格下跌不大会引发破产的连锁反应。

但现在呢?在未来12个月内,约2 000亿美元的可调利率住房抵押贷款将被重新设定。债务人会无比震惊地发现,调整后的利率会使月还款额比“诱惑利率”(teaser rates)时期增加70%。尽管美国经济是人所共知的一座坚实堡垒,但它究竟能抵御多大的利率冲击?

伯南克的美联储可能会非常怀念艾森豪威尔时期的通货紧缩。1955年4月,消费品价格下跌。纽约联邦储备银行行长艾伦·斯普劳尔(Allan Sproul)宣布,他和他的美联储同事“与大多数意识到人为因素会影响经济力量的人们一样,恐惧通货紧缩更甚于通货膨胀”。不管他们怎么说,货币经理们始终不为所动,仍用信贷紧缩措施来应对物价下跌。

当时美联储并未直接瞄准利率,而是通过设定准备金供应(reserve provisioning)水平来引导利率走势。在1953～1954年的经济衰退中,公开市场操作(open market operations)的步伐轻快,信贷需求疲软。货币市场利率应声而跌。最低时是在1954年11月,美联储基金利率跌至0.32%。

但是——不管有无通货紧缩——联邦基金利率逐渐开始回升。在1954年的暴跌后,该利率就回到了1%,上下浮动50个基点。到了1955年8月——顺便提一句,这一年布鲁克林道奇队获得了国家联盟赛的冠军——利率升至2%。由于消费品价格下降,基金利率实际上增加了一倍。

对为数不少的利率观察家们来说,增加一倍还远远不够。从1939年9月到1954年9月,即从第二次世界大战在欧洲爆发到战后通货紧缩开始的第一个月,美元的购买力缩水4.8%。到1955年初,信贷增长加速,商品价格上涨,股市也重回历史巅峰。继1930年大萧条后整整25年,道指终于冲破了1929年时的最高点。这些充满活力的市场表现,即凯恩斯所谓的“动物精神”(animal spirits),是源自于货币增长吗?活期存款、流通中的货币以及定期存款的总量在1953年仅增长了1.1%,1954年是2.6%(在1955年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该仅有 2.1%)。以极低的利率进行借贷是更为合适的经济刺激方式，但现在的美联储却采取措施对此极力抑制。1955 年 1 月，美联储将保证金要求从 50%提高到了 60%。

身处于新千年的我们对此连连摇头感叹。那时，道指收益为 4.4%，高级公司债券收益为 3%。经纪人贷款总计 14.5 亿美元，连上市价值(listed value)的 1%都不到。此外，自 1953 年 9 月以来，道指的涨幅为 60%，而保证金借款数量却仅增长了 42%。当然，1953 年时的负债比 1937 年美国股灾未发生前，即股市尚处于顶峰时期的负债高出 3.72 亿美元；但那时的上市价值却比 1937 顶峰时期的多出1 000亿美元。别忘了，那时消费品价格正缓慢下降。



"为了更贫穷?"

在精明的利率观察家们眼中，这场发生于艾森豪威尔时期的通货紧缩意义何在？已故《巴伦周刊》编辑罗伯特 · M. 布雷伯格(Robert M. Bleiberg)在当时一篇头版报道中劝说美联储要一直"拧紧螺丝"，却没有回答这个问题。"过剩的信贷，"这位资深编辑写道，"已渗人证券市场，证券市场借贷总额与股票和债券之比多年来一直保持着最高水平，只有在 20 世纪 20 年代时，前者略高于后者。这引发了消费者信贷的新一轮猛涨，贷款条件也越来越宽松——全国最大的银行美国银行(Bank of America)提供仅三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成首付的车贷，余款还可分 30 个月还清。”《格兰特》编辑莫名地觉得，我们的大师一定正在某个地方双手抱头，使劲儿琢磨着 2006 年这个现金供应极为充裕的市场上流行起来的车贷新名词和新要求。

当然，今天的美联储已经不再操控保证金要求——正因为如此，它也放弃了对准备金率的调控。还有，美联储在过去总会迅速提醒全美商务人士用“商业手腕”来抵御价格水平的突升或突降，但现在它的反应没以前那么快了。不过，我们相信，伯南克的美联储只要看到价格下降的蛛丝马迹就会迅速、有力地降低联邦基金利率。

在美国这样一个负债累累的经济体中，现在进口（在价值上）占国内生产总值 14%，而 1954 年时仅 4%。此外，美国房价已进入经济周期的最高点，或者会长期保持这个高点。在如今的美国出现一次消费品价格下跌，这并非无法想象。因此，超低的联邦基金利率同样有出现的可能。《格兰特》认为，现在购入一些远期欧元期货（或联邦基金期货）可能会得到丰厚的回报。

得分不高

2006 年 3 月 10 日

2 月的最后一天，一则新闻宣布，一家没有墙、雇员、顾客和点钞机的银行成立了。这家机构被称为新银行，它将暂停营业直到一些无法想象的事发生。其实也并非无法想象，因为美联储已经想到了。它将停止营业直到摩根大通和纽约银行这两家政府证券市场的唯一清算银行变得财政上无能力。“假如其中的一家清算银行被迫退出市场，证券经销商需要应急计划，”债券市场协会（Bond Market Association，BMA）主席兼 CEO 米迦 · S. 格林（Micah S. Green）先生试图解释，“建立新银行是基于市场的谨慎做法，旨在减轻其中一家银行被迫突然退出市场所带来的潜在危害。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展现出他多重性格中的其中一面，市场先生可能已经了解这些并开始走高。他微笑着，翻开了新的一页。但是，我们剩下这些人可能从此刻的反省中暂时盈利。毕竟，不是每一天都有一个债券市场的交易团体公开猜测大型的、清偿能力良好的金融机构受伤或死亡的可能性。并且，摩根大通——债券市场协会小心地说道——将要“突然被迫退出”的可能性有多大？信贷违约互换市场认为这样的可能性很小。对摩根大通的“保护”是20个基本点——记录上的最低价。2002年，该数值达到了100个基本点。

4年前，美联储认为证券市场很重要，不能没有防卫措施来应对清算危机。操作危机不足为虑——在2001年“9·11”事件后，银行自身已在纽约之外建立了复杂的处理机构。美联储担心的是财务无力偿还的可能性：“如果信贷、法律等其他问题使市场对既存的银行清算业务失去信心，且没有其他合格的银行来接管这些清算业务”，这将会怎么样？

新银行就是解决方案，它是一种预先设定的安全网。现在，其已缴资本将达到250万美元，但当市场拒绝和摩根大通以及纽约银行交易时，它会从25家机构股东那里获得5亿美元。（我们的确想知道，当金融系统的心脏停跳一两下时，4.975亿美元是否可以在一天之内轻易获得。）那个有趣的一天到来时，新银行会承担倒闭清算银行的法律职位，使其重新或永久作业。实际上，新银行是政府协调保证的法律外衣。“这是政府和私营行业共同协作的良好案例。”债券市场协会主席兼高盛首席行政官爱德华·C. 福斯特（Edward C. Forst）说道。

这也是其他事情的良好案例，纽约研究公司波塔莱斯合伙公司（Portales Partner）的创建者查尔斯·皮巴迪（Charles Peabody）说道。他所指的是信用风险的社会化或“道德危害”，即另一个中央银行想要消除因投机过头所带来风险的案例。皮巴迪指出人们其实在与美联储赌博。仅仅因为格林斯潘（现在是伯南克）的美联储降低了对轻率行为的惩罚，他们承担了更大的风险。在美联储的干预下，政府证券市场的活动很疯狂吗（平均每天56 000亿美元的买回和反向回购合同以及每天5 450亿美元的汇票、票据和债券买卖）？在泡沫不能被事先制止却能在破灭后被“控制”的学说下，摩根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大通信用保护的定价会和事实上的一样低吗？

我们相信美联储考虑过风险问题。在金融经济的民用部门，人们好像宁愿考虑其他事。纽约联邦储备银行行长蒂莫西·F. 盖特纳（Timothy F. Geithner）在上月的演讲中说新型的金融工具（例如，信用违约互换）可以分散风险，但不能消除风险。“它们不能结束市场偶尔周期性的疯狂，”他说道，“它们不能消除一个大型金融中介机构失败的可能性。”

但美联储应当承认它对机翼行走的金融文化的影响。“太大而不会失败”的学说使那些大型纽约银行开拓更多的路径，吸收了更多的风险；现在我们拥有新银行了。艾伦·格林斯潘的“风险管理”和“泡沫后期清理”政策加速了股市泡沫以及（在一段时期的超低利率之后的）房市泡沫。当经济活动的强度据称在最近的一组经济数据中公开后，现在基金利率很明显会上涨，可能还会上涨（不用担心货币政策将应对一个“长而可变的滞后”）。

这些将带领我们走向何方，没有人知道，但绝不会是走向平静。

填埋苏伊士运河

2008 年 3 月 7 日

许多人认为，2002～2004 年间空前低下的联邦基金利率就是当今全球性金融风波的罪魁祸首。为了阻止这场预期会出现的通货紧缩，格林斯潘先生和伯南克先生本打算发起一场规模甚小的通货膨胀，但看来他们有点做得过火了。

通货膨胀、生产率增长、金融恐慌，还有黄金价格，都是当下被热议的话题，也是各央行行长不时思考的问题。但他们的头脑似乎不太清楚，对发展与物价水平之间的关系并未给予应有的关注。通过撰写本文，我们想提出这样一个观点，那就是物价下跌是人类“聪明智慧”的必然产物：为了阻止物价下跌，我们大量印发钞票，而接下来，泡沫自然就不远了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富尔顿利用蒸汽机来驱动，爱迪生改良了白炽灯，而戈尔则促成了因特网的建立，从此，更多的工作由更少的人即可完成。这就导致了部分物价的下降、人员失业，还有股本的过时、失效。美联储采取了措施来减轻这些调整带来的副作用，也就是人们所说的“通货紧缩”，却在一定程度上导致了当前信贷危机现状的形成。照例来说，国库债券的回报应高于市政债券，然而现状恰恰相反。这真是可笑，但这就是事实。

经济学自认为和物理学一样遵循一定法则，而事实上经济学变幻莫测，却又习惯于傲视历史，尽管历史教会了我们许多与价格变动有关的知识。19 世纪的最后 25 年，发明创造遍地开花，生产率飞速发展，而物价也相应下降。根据弥尔顿・弗里德曼(Milton Friedman)和安娜・施瓦茨(Anna Schwartz)的数据，1875～1896 年间每年物价下降 1.7%。当时并没有像美联储这样的机构，所以无论现在美联储可以采取怎样的措施来印发货币从而制造出一场能与通货紧缩相抵消的通货膨胀，都已于事无补。大卫・A. 威尔斯(David A. Wells)于 1889 年出版的《近来的经济变革》(*Recent Economic Changes*)，是关于其所处时代经济问题的定论。我刚好可以利用飞行旅途的 13 个小时来好好拜读一下威尔斯的大作。

威尔斯的观点预测到了部分针对因特网带来的后果所采取的措施。他认为，科技发展引发混乱，造成紧缩。如果你读了他对开通苏伊士运河的二级效应的解释，你就会相信他。对于威尔斯那代人来说，科技进步一方面带来了创造，但同时也造成了破坏。威尔斯引用了一名与他同时代的智者的话：“归根结底，在新事物、新观点、新方法的影响下，以后可能没什么能像固定资本一样；除了贵金属之外，旧的东西(包括观念)都不值什么钱。”只有那些无形的代代相传的经验和科学发展，才是永远拥有价值的资本。

威尔斯认为，政府没办法阻止由革新井喷所引发的紧缩后果。在他所处的时代里，技术井喷，金本位制度盛行，当然他可没见过本・伯南克。后者作为现任美联储主席，曾在 2002 年发表这段著名的言论，声称“在商品和服务方面，美国政府可以通过增加投入流通的美元来达到降低美元价值的目的，也就等同于提升商品和服务的物价，哪怕我们只是说说而已。我们认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，在纸币制度下，政府可以做到刺激消费，产生积极的紧缩”。

伯南克和格林斯潘可一点儿都不希望物价下降。他们认为无论通货紧缩的起因是什么，都是明显有害于经济的，这点无需多谈。日本所谓的“迷茫的十年”，还有美国的经济大萧条就足够证明了。平心而论，他们可能已经考虑到在疲软的物价环境下，过于庞大的美国资产负债表可能无法承受（如果他们是那么想的，他们会小声说）。时任达拉斯联邦储备银行行长的罗伯特·麦克迪尔(Robert McTeer)在2003年早期曾兴高采烈地说道：“只要我们以高于需求的速度大量印发钞票，就能刺激消费。说实话，我觉得和通货紧缩做对抗还挺带劲的。”回头看看这五年，看看这一场全球性的债务危机，人们就能发现美联储不仅刺激了消费，更导致了借贷业务的大混乱。

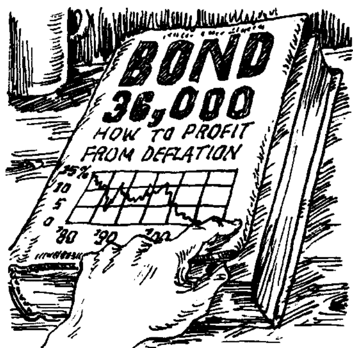
在威尔斯看来，在19世纪最后10年，工资有了实质性的增长，尽管愈发愤怒的民粹主义者的政治运动证明生产率的提高所带来的好处不过就是不均的资产分布罢了。所有的央行行长都会认同那些通情达理的货币评论员。我们之所以责怪美联储，不仅是因为它拒绝了所谓通货紧缩的势力，更是因为美联储没能预测到它所采取的通货再膨胀会造成如此广泛的后果。事到如今，我们的货币大师仍然一意孤行，故意忽视联邦基金利率骤降所带来的副所用。内政部实施了一系列政策来博得美联储委员会的注意，而飞涨的金价恐怕证明了这些政策并不怎么样。

威尔斯的著作发表之前，物价持续下降了15年，而他似乎也对熊市心安理得。他说：“只要生产的增长大于汇率市场的需求，即使超出量非常有限，或者说即使某些机构出手干涉，物价就会下降。”但大多数与威尔斯处于同一时代的人都没能认识到这一点。1873年的萧条和恐慌并没有像之前的经济不景气那样循环殆尽，其症状仍然继续存在着。威尔斯称，1866～1886年的20年间，全球贸易商品的价格下降了31%左右。那些老手们对业界的起起伏伏早已习惯，但对持续性的低谷却毫无经验。威尔斯引用了英国经济学家罗伯特·吉芬(Robert Giffen)的话，“该变化更像一场价格革命，与以往的贸易兴衰大有不同”。

大西洋两岸的政府召集了业内精英，以期将问题的根源查个水落石出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些专家认为，问题可能出在生产过剩、黄金的稀缺及升值、战争（又或者是和平）、投机行为、1860 年前的通货膨胀，又或是财产的分布不均上。威尔斯说道，“一个荷兰委员会在 1886 年声称找到了德国醋价格低下的重要原因”，而德国研究者则认为甜菜糖的熊市只是由生产过量而引起的罢了。



威尔斯深知，技术才是导致价格下降的关键原因。他多次明确指出：“要怪就怪人类太聪明了！”电报机和蒸汽机消灭了时空差距，将无数区域性的市场融合成一个全球商品市场。而机械收割机、缝纫机、贝塞麦炼钢法、钢轨，还有电灯和电话，则带来了无法想象的便利。与此同时，它们也导致了全球供给曲线的下行。作为世界的货币基础，金、银则过量供给。在威尔斯看来，一磅铜币 10 美分，一蒲式耳小麦 67 美分，一张顶级邮票 2 美分（1883 年为 3 美分），还有触底的水运成本，这些都与金本位无关，真正的罪魁祸首是飞快的生产率增长。1887 年，世界范围内所有运行中的蒸汽机的总和，足以替代 10 亿人力，也就是世界上所有劳动力的三倍，这足以让威尔斯不寒而栗。

今天的生产数据都是由精确的数学计算得出的。而在 125 年之前，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有如此精准的记录，但在记录"快速上行"的大方向上已足够可靠。在1886年的美国劳工理事会报告中写道："在农业工具制造方面，有足够的证据证明，现在600人的工作量，相当于15年或20年前2 145人的工作量，也就是说，省去了1 545人。"威尔斯生活的时代早于奥地利经济学家熊彼特(Schumpeter)，但他却是一名不折不扣的熊彼特经济学说主张者。威尔斯在书中写道，物质进步的最佳检验，就是"新发明与新发现摧毁了那些旧事物，以及长期以来被视为财富的东西"。

按照这个标准，苏伊士运河即体现了那个年代的物质文明。威尔斯称，在苏伊士运河于1869年开通之前，西半球与东西印度群岛以及东方之间的所有贸易都得绕过好望角，历经跋涉与不测，来回航行耗费6～8个月。而现在，从伦敦到加尔各答只需30天。这对于旅行者来说，无疑是一个大喜讯，但"对于那些将为数不少的资金投入实体经济、银行及交易所的人来说，实在是一个彻底的毁灭性打击"。帆船、制帆匠，还有水手，集体进入了熊市。《经济学人》发文感叹道："苏伊士运河与现有的商业模式和渠道是如此紧密相连，以至于它极大地改变了后者，导致了损害与骚乱。"

假使英格兰银行当时提供了足够的贷款，通过提高物价来缓解经济崩溃，这些损害与骚乱又会达到什么程度呢？我现在一边乘坐在离地3.5万英尺的飞机上，一边思考这个问题。威尔斯写道，法兰西银行在1889年发行了新一轮的法郎纸币，而"资金投入市场的速度远远快于撤出的速度"。威尔斯没预想到，在今天，一块电脑键盘可以像变戏法那样生成数额如此巨大的贷款，一位贷款人可以借助数码工具生成和分发如此数量的按揭证券，而一个股票评级分析师在电子表格程序的帮助下，又可以如此不费吹灰之力地评出AAA。

快速的科技创新总是带有破坏性的，还常常造成通货紧缩。如今，我们有了美联储的政策来缓解这些破坏。付钱的人有权选择，而我们所能看见的，就是这场由美国政府所选择的通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 市场先生买房

典当房屋

2001 年 8 月 3 日

正是消费者将第二季度的国内生产总值抹黑，这或许对商业投资狂跌的不利影响有一定的抵消作用。轿车和房屋一直有源源不断的买主，然而失业率却居高不下。根据美国联邦住房企业监督办公室的统计，第一季度末美国平均房价同比上升 8.8%。

在资产无收益的非通胀时期还能出现牛市的原因有三个：第一，银行存款充裕；第二，利率低；第三，对“通货膨胀”的定义过于狭窄。

在第一季度，房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)和联邦住房贷款银行共扩大了 847 亿美元的收入，年增长率为 12.7%。房利美和房地美在公开市场购买抵押物以及按揭证券，联邦住房贷款银行也购买按揭证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们为子机构贷款，这些子机构又为房屋购买者贷款。联邦巨鳄以这种方式进行低息抵押贷款。

尽管今年定息抵押收益有所上升，全体房屋拥有者都重新申请贷款。这样做使他们在按市价计值的市场股票中挣了数百亿美元。他们将这些程序应用到债务合并以及——如上周《华尔街日报》头版所说的——支出。如IBM公司一样，他们债务越来越多，股权却一直缩水，然而却向世人呈现出一副乐观的样子。

根据住房抵押贷款银行家协会的数据，今年抵押贷款发放将达到1.54万亿美元，这一纪录将抵消6 600亿美元的贷款重组和8 800亿美元的购房贷款。根据《房贷服务新闻》(*Mortgage Servicing News*)报道，今年一半的贷款重组交易都给借款者带来了收益。康涅迪格州格林威治经济分析协会的分析师苏珊·斯特恩(Susan Sterne)报道说，家庭住房贷款行业已经成为一些人的谋生职业。“有些(住在热门地区的)人靠增值房产的贷款重组过活。”

1945年美国人欠抵押债权人房屋价值的14%，剩下的86%以股权方式表现出来。1985年，他们的欠款增加到32%。在第一季度，他们欠45%，剩余55%的股权。在繁荣的20世纪90年代，他们将股权降低了大约10个百分点。

如果这是通往毁灭之途，那么速度限制也是极其缓慢的。这一长期趋势会有什么样的往复结局呢？据房利美主席兼首席执行官富兰克林·雷恩斯(Franklin Rains)评价，“我们常常讨论股票市场的价值及其对普通家庭消费的影响”，他说，“但是……住房抵押贷款才是他们最大的财富来源”。

艾伦·格林斯潘在7月24日对参议院银行、住房和城市事务委员会的宣言发表谈话，赞同了雷恩斯的说法。他说“所谓的家庭住宅贷款”已经被调动起来了，并且引发了“各种各样的家庭决策”。尽管股市跌宕，房价却一直攀升。他表示这种升值“已经为非现实资本收益制造了缓冲，这些资本收益则来源于家庭住宅贷款市场、资金不足以及现存住房的利润，虽然经济不强，但这些收益源源不断。因此，房产板块……是美国经济的重要贡献者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为主要原因之一就是一连串的负面因素并未动摇经济的根本”。

这带来了一个问题：在通货膨胀平缓、失业率上升的情况下，为何房价一直上涨？附图[1]由约翰·汉考克资产服务公司（John Hancock Asset Management services）的弗雷德·希恩（Fred Sheehan）制作，此图表显示房价行情也许并非如此。图表底部是住房工程，上面是现存房屋销售情况。希恩说，这两者间的部分构成了投机房地产活动的交量尺度。他称之为“房屋日交易”，只要高交易量是投机市场的标志，美国房产市场就能以投机来描述。如果是这样，繁荣的国内生产总值预告就如沙中城堡一样没有根基。

房主的枷锁

2002 年 10 月 11 日

利率会带来意想不到的结果。低利率经常引发繁荣，但即使是非常低的利率也不一定能拯救萧条。目前的联邦基金利率就是很好的例子。

以 1.75%的利率向沃伦·巴菲特借款似乎够低，但它其实没有表面上那么低。根据信贷增长减缓判断，格林斯潘银行没有降低利率反而将之提升。它从市场中扣留信贷以支持没有联邦公开操作情况下可能会低于1.75%的利率。所以，我们猜想利率很快会降低——也许降至 1%。

而 1%的基金利率能带来什么好处是备受争议的。如果参加抵押再融资使得房利美发生预付危机，则低利率什么好处也没有。那么，这一利率也会将无本金抵押贷款带入全国范围。

美联储公开市场委员会（FOMC）在全速前进时期恐怕没有想到过，最低的货币市场利率会为投机者开通新的渠道。但在浮动利率和非分期抵押贷款被普及以后，这成为了事实。

---

〔1〕 英文原版书并没有将此图收录在内，故此处没有附图。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越来越多的消费者选择无本金抵押贷款而非传统的分期贷款。据《洛杉矶时报》报道，华盛顿互助银行每月开出 1 亿美元的账单。我们没有在纽约看到繁荣(例如，J. P. 摩根并不提供非分期抵押贷款)，但美林正在领路，其网站提供伦敦银行同业拆放利率不同利差的无本金、浮动利率贷款。3 个月期伦敦银行同业拆放利率仅为 1.77%，借贷成本留在了 3%的低行列。举例来说，对于 1 个月期的期权，美林对 25 年期 40 万美元贷款的利率是 3.25%。在前 10 年，你只需支付利息。从第 11 年到第 25 年，需支付利息和分期首付。就这样，你从中获益并能搬入博卡拉顿。

对于经常被问到的问题"无本金贷款适合我吗"，美林提供了这样一个似乎客套的答案："您每月只需支付利息，这样减少了月还贷额，节约出的钱可以用来投资。因为住房价值与股票分离，其价值可与投资一样升值。本来用于还贷的钱可用于投资，进而帮助财富的增长。"终生利率上限最低可达 12%。

高端投资管理公司城市资本公司(City Capital Inc.)的 E. 埃弗雷特·普里(E. Everett Puri)是第一个向我们解说非分期贷款的人。他说在他的家乡亚特兰大，这种贷款方式很普遍。彼得·沃姆斯利(Peter Walmsley)致电佐治亚州和佛罗里达州合法贷款银行——家庭抵押银行(Homebanc Mortgage)——的市场部副主席马克·斯科特(Mark Scott)时打探了市场行情。

斯科特说在贷款的前 5～7 年，借款者主要是付利息，无需分期偿还本金。另外，大多数人在搬进后 10 年内会搬出。他还说，"所以，当我们告诉人们这个消息时，他们普遍反应良好。因此，要从全局上看。你不仅能每月存若干美元，而且还能发现当你真正这样做的时候并不可怕"。

沃姆斯利问道："如果伦敦银行同业拆放利率反弹到 7%，那么抵押贷款者会怎样？"

"哈哈，"斯科特笑着回答，"这就是问题所在，不是吗？伦敦银行同业拆放利率是相当稳定的。我们的数据显示它几乎不曾变化——或许 25 年前或 30 年前有变动——即使在所有全球性事件和金融诡计面前，它还是十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“就你的情形，我建议无本金抵押贷款，在它开始分期偿还时，已经被交易掉了。”

稳定。因此，它是可以安慰消费者的。”不论是保罗·沃尔克将基金利率抬高至20%，还是格林斯潘反转了收益曲线，都不用担心。

如果有人提议将基金利率抬高，亚特兰大联邦储备银行行长会说什么呢？如果他敢投赞成票，就会在桃树街上被处以绞刑。

遇见“I. O-P. O 先生”

2003 年 12 月 19 日

在亚特兰大的北部郊区阿尔法利塔，某位金融服务公司总裁正在像玩乐器一样操作着这一系统。他的汽车贷款不用付利息。他的抵押贷款无需偿付本金。真的，他就是无本金无利息先生，或许他的朋友们会称其为“I. O-P. O 先生”。

这位智慧的化身很乐意讲述自己的故事，不过不愿公开自己的名字。故事开始于他梦寐以求的房子。一天，当他开车送儿子去学校的时候，他看到了该房子前有“出售”的牌子。他当场就买下了房子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不巧的是，"I. O-P. O 先生"已经有房子了，当时房子在重修，不好出售。因此，他有两套房子。那年是 2001 年。经济开始疲软，利率在下降。如何以最灵活、最有利的方式贷款？他选择了无本金贷款。

现在，你已经听说无本金贷款了(《格兰特》2002 年 10 月 11 日版)。通常，期限为 30 年，初始利率是浮动的。在一定年数内房屋购买者不用分期支付本金——在本案例中，年数为 10。利率高于世界上基本的大规模美元货币市场利率，例如，伦敦银行同业拆放利率。

在 2001 年的第一个营业日，3 个月期伦敦银行同业拆放利率为 6.37%。一年后，变动了 1%。这时候，"I. O-P. O 先生"认为可以"免费买房"了。他的贷款利率是伦敦银行同业拆放利率加 1.625 个百分点，如今利率降至税前 2.8%，税后则更少。

在"I. O-P. O 先生"买房的时候，无本金贷款才刚开始流行。因其越来越受欢迎，美联储也产生了兴趣。据《旧金山记事报》的凯瑟琳·彭德(Kathleen Pender)报道："房价越来越高，而利率却跌到了最低，更多房屋拥有者，特别是在高成本地区，如海湾地区，选择了无本金贷款。"

根据《旧金山记事报》，威尔斯—法戈贷款机构 20%的贷款是无本金贷款。但是，"在加速贷款中，1/3 的房屋贷款是无本金的，过去 5 个月增长最多……"

在 2003 年，我们的市场天才消费者想要买辆车——事实上是两辆车，因为他所驾驶的公司汽车成了经济萧条的牺牲品。"这是一个零头款、零百分比的贷款时期。""I. O-P. O 先生"解释道。当然，汽车贷款税是不减免的，这使得它很不受欢迎。所谓的零百分比贷款也非真正地如其字面所表述的那样，人们以零利率代替回扣。"I. O-P. O 先生"继续说道："我所赌的是我会尽可能地长时间拥有这两辆车(以使得零利率的选择凸显价值)。"

他给他妻子买了一辆西尔维拉多牌汽车，给自己买了辆考维特限量版。事实上，该车的标价是 5 万美元。"I. O-P. O 先生"否认他的决定与中年危机有关。他说："我是这样分析的，十分具有金融性。购车会束缚你的资本，而且车还会贬值。你和别人一样开车，你花 4 万美元买了热门车，两年后以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.8万美元卖出。我记得我24岁时买了一辆考维特，3年后以比原价高出数百美元的价格卖了出去。为什么那时候我更聪明呢？考维特有零本金、零百分比贷款，我说，'你知道吗？我不会束缚自己的资本，我不认为它会有多少贬值，因为我买的是50周年纪念版'。"

"I.O-P.O先生"算了一下，他所住的房子和所开的车总共花费了原价的2.5%，这是税后的。他看到了许多人忽略的一个好处：他可以选择分期还贷，事实上他2002年暑期卖掉第一套房子后就这样做了。他用股票减少本金，现在在偿还利息。"每个人都认为其吸引力在于无分期还款，"他说道，"那只是一部分好处，但30年期的贷款并无多少分期还款。其对于我真正的魅力在于，付了头期后每月可以付更少的钱。如果你偿还传统贷款，本金少了，但月供并非如此。"

难道"I.O-P.O先生"不担心正如美联储主席所暗指的那样，"相当长的时期"过后基金利率会迅速上涨吗？他不担心："我的意思是，如果你能够承担，短期内上涨不成问题。"无本金贷款还有一个被忽略的终极好处，有消息称：在传统市场，巨额借款者通常付很高的利率，但在无本金贷款市场中并非如此。

尽管作为一个拥有金融主见的人他很开心，"I.O-P.O先生"有点担心那些做法和他一样却没有足够的资金来缓冲的消费者。他说无本金贷款"没有分期贷款规则"。"我们父母那一代主要是通过分期抵押贷款积累净资本。他们最大的资产就是房子，他们拥有房子的原因就是别无选择。银行逼得他们不得不买，不得不还贷。他们没有意识到这点，但当他们还贷时，他们实际上是往账户里存钱。"

2003年的对比：他惊叹于消费者汽车贷款机构，"你可以贷销售税——7%的销售税"。"你开车4年或4年半以后再开始付消费税。事情都颠倒了！这就是我对美国的担心。你没有分期偿还房贷，他们没有房屋股票，甚至可能汽车上也有负债。"

不要再这样下去。美国的外国债权人是十分敏感的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相当长的时期

2004 年 1 月 16 日

1%的基金利率改变了购房者的借贷模式，当然，也改变了华盛顿互助银行东北区客户的借贷模式。

华盛顿互助银行提供了一种可调利率贷款模式，带有无本金贷款性质。它称其为可调利率抵押贷款。东北区副主席哈里·汤姆林森(Harry Tomlinson)说，在短短的一年时间里，选择可调利率抵押贷款的客户就从5%跃升至40%。汤姆林森告诉《格兰特》，如今选择可调利率抵押贷款的人数与选择固定利息贷款的人数一样多。“过去选择固定利息贷款的客户占90%或70%，如今可调利率抵押贷款与其平分秋色。”

汤姆林森说，可调利率抵押贷款的关键在于其灵活性与低首付率——仅3.5%。借款者可以选择非分期付款贷款，汤姆林森解释道：“如果你遇到一些经济麻烦，你可以选择递延分期还贷，但你不是必须这样。这只是选择之一。”

汤姆林森说：“我看到的是贷款产品的变化，从一种用来购房的产品……到用来平衡金融资产的产品，这是很大的转变。”

美联储1994年提升基金利率的时候使对冲基金和利率投机者浮出水面。当它下次再提升利率的时候，它又会救出美国先生和美国夫人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房子是负债

2004 年 5 月 21 日

上个月印度钢铁大亨拉克希米·米塔尔(Lakshmi Mittal)花费了约1.26亿美元购买伦敦肯辛顿皇宫花园一套12居室20车库的豪宅。这引起了人们对世界房产牛市的极大关注。史密瑟斯公司(Simthers & Co.)一份咨询师的报告证实了英国住宅房地产的价格有多高。简短的回答是:非常高。美国房地产市场状况是:高。

史密瑟斯制作了过去半个世纪英国房产股票价值与国内生产总值的对比图。数据显示了两者发展趋势的分歧——当然是向上的。事实上,该报道显示,英国住宅房产唯一可比的阶段是1973年的繁荣阶段,那一年是英国储贷机构开始失控的时候,即"第二次金融危机"。对于目前的泡沫,史密瑟斯发现回归正常趋势意味着价格要比2003年末下跌28%。

使用史密瑟斯的方法,我们可以计算出美国房产股票价值相对于国内生产总值的趋势。同样也是上升的趋势。在英国,价格有千年一遇的上涨幅度,在美国则稍许收敛。在美国,回归正常趋势意味着房屋价格要下降15%。我们说的是"仅仅"15%,但如果贷款额超过了房屋价值的85%,15%的降幅也是十分可观的。

根据美联储的计算,全美国的平均贷款与价值比率是45%,这是很高的。然而,当今的购房者不认为45%的比率是一个好交易。根据联邦贷款委员会的统计,去年29%新家庭的传统贷款比率达到了80%,20%新家庭的贷款比率达到了90%以上。

自2003年9月起的12个月以来,原始房贷达到了1.2万亿美元(这还不算3万亿美元的再贷款)。如果房屋贷款委员会提供的数字是真实的,20%的原始贷款比率超过了90%。1.2万亿美元的原始贷款中有20%是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌握在近百万美国家庭手中的共计2 440亿美元的抵押贷款。

如果美国房价回落10%，这些高负债率房主，用汽车业行话来说，将会"底朝天"。也就是说，他们所欠的钱比房产实际的市场价值要高出很多。10%的"调整"意味着房价将回落到21个月前的水平。

所以，如果房价没有回落10%甚至更少，这对至少数千万的美国消费者——虽然是小部分，都是有好处的。如果联邦基金利率没有变动，这对其他美国消费者也是更好的。据房屋贷款委员会称，2003年原始贷款中的18%都是可调利率的。这里，我们想起了去年2月23日格林斯潘对消费者的忠告。大师说："的确，美联储的最近研究显示，如果购房者选择可调利率抵押贷款而非固定利息贷款，可能在过去10年中已经赚了数万美元。但如果利率突然跳高，这是不可能发生的。"

我们认为，基金利率不会突然跳高，相反，会缓慢前行。不论其轨道如何，美国人购买房屋的数量有新的增长，租住行情却非如此。因此，无需惊异的是，目前租房会便宜很多。

第29次泡沫

2005年6月3日

"我们并未观察到全国性泡沫，"格林斯潘在谈及房价时向纽约经济俱乐部建议道，"但是，很难否认……地区泡沫很多。"大师第一次提出了真正相反的投资立场。这些天，对房产行情的看跌已经是权威定论，就好像其他任何行情都是牛市。

跟风是消极文化的新贡献者。我们不是指重复，或——更糟——老套，我们相信美国现在并非如此。证据就是一篇由房地产权威人士所撰写的文章的题目："受石耳每日增加影响的海豚、鲯鳅、棘鲯鳅在夏威夷水域的成长"，摘自《鱼类公告》(*Fishery Bulletin*，美国商务部，84卷，1986年版)。谁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还能比这篇文章的作者得出更贴近美国房价的评论呢？作者的观点(也是《格兰特》的观点)是：从迈阿密到西雅图，房产“泡沫”已成为共同的语言。

“泡沫”这个词不是用来说的。泡沫市场先是一路上升，然后一路下降。房价似乎处于一路上升的趋势——在4月份，现存房价显示出了年增长率15%的收益。但是，房价还没开始下跌。事实上，在记忆是中，全国平均房价还没有过广泛下降的记录。自20世纪30年代以来，美国住房市场开始经历熊市(尽管有一些地区性的骤降)。《美国银行家》在5月23日一篇关于无本金抵押贷款的文章中表示：“历史是权威的，今后几年，全国平均房价可能相对平稳，但不会下跌。”让我们来看一下。

如果2005年美国的住宅房产市场有泡沫，而且房价之后没有下落，那将会是首例。泡沫是一种被定义的现象，并不是所有有泡沫的市场都可以这么叫。据波士顿投资公司GMO的一位分析师说，泡沫是一种两重标准的偏离事件，自从柯立芝政府的股票牛市以来，总共仅有28次泡沫。

物理学家对华尔街大亨的自命不凡嗤之以鼻。但是，对于泡沫，金融分析家可能发现了一条自然法则。据GMO投资公司统计，在28次泡沫中，有27次都是这样，高房价最终会回落，在降落时经常留下凹痕。目前的泡沫，按标准普尔500指数计算，需要跌落到约750点才能回复到平均值(星期二收于1 192点)。“必须跌落”，事实上，不是特别准确。在一旁交易了10年之久后，标准普尔指数可能不用费太大力气就能扭转目前的趋势。所以，我们都要面对的问题是：美国房价是处于那样一个市场中吗？

答案是肯定的，我们手上就有很多证据。比如，无本金抵押贷款的盛行；供出售的房屋数量猛增，然而现实中并没有这么多房屋；激增的供应与饱和的需求使得供需大大失衡。对于清单上的第二项和第三项，学生们应该查看一下贝尔斯登公司由弗朗索瓦·特拉汉(Francois Trahan)等人在5月25日撰写的一篇报告——《房地产投资信托公司的关注焦点：房地产泡沫逼近?》。特拉汉在文中的主旨就是，2005年是房地产市场的危险转折期。房屋拥有者的贷款比率比以往任何时期都要高，住房市场比以往任何时候都具有投机性。没错，他对房地产投资信托公司是看空的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是什么把我们的注意力集中到了房地产投资的中心问题上?《格兰特》在火奴鲁鲁的订户 R. 金·伯奇(R. King Burch)对此进行了分析。从上文引用的文章名称我们可以推测出,他曾经是一位海洋生物学者,却转入了房地产业(在商学院的时候,他发现投资公式与计算鱼群数量的算式相似)。他经历了 1998～1990 年由日本引发的夏威夷房地产泡沫,并在 20 世纪 90 年代在佛罗里达从事旅馆交易。除了其他有关房地产的文章外,他还撰写了《旅馆房产投资信托的内在矛盾》,发表于《地产评论》(*Real Estate Review*)1997 年秋季刊。如今他在夏威夷开了自己的投资咨询公司。伯奇说,如果不是房价有泡沫,那么“美国经济中肯定存在一种不同于平常购房活动的现象”。

我们相信伯奇已经证实了泡沫的存在,这意味着未来房价的大跌。像许多其他重大发现一样,这引起了人们这样的疑问:“为什么我没有想到呢?”伯奇建议,要查看一下美国的房地产活动,直接用价格乘以数量:用出售房屋数量乘以平均房价,再用该数字除以 GDP。得出的答案就可以显示房价热度。伯奇称其为“计算交易量”,即 CTV。现在看一下我们的发现,从 1970 年到现在,你看到泡沫了吗?

从 1970 年到 2005 年的 35 年时间里,年度 CTV[1]——价格乘以数量(包括现存房屋以及新造房屋)再除以 GDP——平均仅为 9.2%。“然而,”伯奇说道,“数据显示有两个时期波动较大。”第一个时期就是通货膨胀盛行、购房高涨的 20 世纪 70 年代,计算交易量从前 10 年的约 7%开始跃升,并于 1978 年达到鼎盛的 12%。然而,受保罗·沃尔克和高达 16%的贷款利率影响,1982 年房产交易狂跌,仅占 GDP 的 6%。需要注意的是,伯奇继续说道,这并不是由房屋均价的下跌导致的,而是因为房屋出售量下降了 50%:“在接下来的 15 年,房产交易占 GDP 总量 8%～10%不等。”

目前房市的繁荣景象始于 1998 年。除 2000 年略有下降外,CTV 创下了一系列新高,2004 年达 16.2%,伯奇表示“上涨比例为 73%,其标准差为

[1] CTV 在 2005 年到达顶峰,为 18.3%。但到了 2008 年第一季度,就跌至 9.6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.95,比过去35年都高”。这还不是最高的,在本年度第一季度末,CTV达到了17.2%,上涨比例为85%,其标准差为3.4,比过去35年多的平均数都高。如果房价没有泡沫,那么房产交易一定存在泡沫。你的连襟——房地产经纪人——欠你钱了吗?是时候收回来了。

人们可能认为低贷款利率就足以造成房价泡沫。伯奇有不同的发现:“一场简单的回落说明传统贷款的平均年利率只占GDP中房产活动的30%。”想一下2004年,贷款利率没有变动而CTV却飞涨。日益增长的收入也不是房产牛市的推动力量。自从2000年以来,名义工资平均年增长率为2.7%(比中等房价的年增长率低了5.9个百分点)。



“还用拿枪吗?”

房市繁荣的推动力在于人们掌握了更多的美元。充足的美元、证券化抵押贷款的改革,尤其是2000年后抵押支持证券活动的快速增长都是诱因。伯奇评论道:“新近开始并壮大的抵押证券国际市场(其买主并不知道也不关心抵押贷款者的信誉与担保)否定了房地产市场是区域性的这一说法,虽然这一说法在早些时候还是对的,那时候贷方都是制造和控制地方贷款的人。”如果你正好身在其中,那么你要感谢所谓的利差交易(以低息借钱,再以高息长期贷出的方法)以及收益曲线的形状(短期利率在长期利率下面)。

在过去,房屋购买者必须申请贷款。现在,都是贷方主动要求其申请,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不论他是谁。你也能混淆视听吗？但是，等一等，伯奇警告道。一名申请无本金抵押贷款的次贷借款者面对的是吓人的计算。除了抵押费用——算它是5%，购房者还必须承担财产税、维修费和公摊——算它是每年2.5%。然后假设，在第一年末，他打算卖掉房子。他必须支付出售佣金以及其他花费——算它是买进价的6.5%。因此，房价必须升值15%[按(1.00+0.05+0.025)/0.935计算得出]才能保证买主不亏。

“房价和贷款不能总是超出购买者的支付能力，”伯奇总结道，“即使是最强劲的抵押支持证券投资者也要在房价高涨而购买者分文不剩时收手。因为抵押贷款利率大致已经停止下跌了，我相信(我确信，事实上通过购买房屋建筑商认估期权)这场游戏已经到达顶峰。”收益曲线越趋平缓，贷方的收益就越小，其风险也就越大。

退一步说，即使本文承认房市卖空者遍地都是，又有多少怀疑者采取了卖空举动呢？有房的《格兰特》编辑就没有这样做。看空的弗朗索瓦·特拉汉(贝尔斯登公司报告的合著人之一)建议不要仓促行动：“现在还没有必要急着找出口，房地产不像股票，是一种变动缓慢的资产，出口也不会在一夜之间打开。”华尔街一家著名的调研公司发布了一份既有积极成分又有消极成分的报告：“房市正在泡沫之中，但我们却位于高处，还有许多上升潜力。”只要利率不动，又怎么会出现抢购？

但对房价最直接的威胁可能不是利率而是贷款标准或收益曲线的形状。北美信托公司(Northern Trust Co.)的经济研究室主任保罗·克斯里尔(Paul Kasriel)回想起了联邦管理部门5月16日对全国贷方的“指导”。这些官员所得出的风险指数正是边缘购房者得以购买边缘房产的原因，包括无本金贷款、高贷款额与价值比贷款、低凭证或无凭证贷款以及激增的房屋债券贷款。一位朋友发现，美联储在20世纪90年代末拒绝了收紧保证金要求以消除股票市场泡沫的呼吁。美联储——以及另一家主要的联邦金融管理机构——并不是真的对反对声充耳不闻，它可能只是想要扑灭一些房市泡沫。哪怕是让目前的通货膨胀降一点温也是不容易的。祝你们好运了，联邦队员！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在堪萨斯州破产了

2005 年 11 月 4 日

飞涨的房价和无本金贷款是 2005 年房市的标志(至少在最近冷却趋势开始时是这样的)。它们也正是 1886 年北美大平原房市的标志。

我们会有这样的想法:如果没有格林斯潘,我们应该责怪谁呢?对这位主席大声疾呼的批评者——包括《格兰特》的编辑们——把矛头指向了美联储,向美国金融这只大苹果上的每条虫子开火。但其他人也必须承担自己的那份责任。人性容易误算。有时即使没有中央银行,我们也会误入迷途。在快速运转的市场中,人总是犯下大错。这种情况在有些时候特别疯狂,如 20 世纪 90 年代末的高科技风潮和 19 世纪 80 年代中期的房市狂潮。

在 19 世纪 80 年代中期,激动的人们将西部土地的价格推上了历史新高。此事与《格兰特》读者的关联在于其发生的制度环境。在以格罗弗·克利夫兰(Grover Cleveland)为首的第一届政府领导下,还没有美联储,也没有联邦操控的货币市场利率。那时实行金本位制:任何人都可以在财政部用 20.67 美元换一盎司的金子。这一安排难道没有起到固定信誉创造率和灌输十大戒律的作用吗?不论它做了什么,堪萨斯、内布拉斯加和达科他都要为自己的贷款泡沫负责。

如果不是中央银行,是谁为它提供了资助呢?如果不是格林斯潘大师,又是谁成了开空头支票的领导者呢?答案即将在下文中揭晓。开头是战争,结局是毁灭。中间有经济增长、企业家的冒险精神、痴心妄想、礼仪探索、科技进步以及人为的气候变化(或者以此为结果的理论)。此情此景,恍若昨日。

《格兰特》的外国读者可能不知道,在美国处于孩提时代时,美国内战(1861～1865 年)蔓延到南北各地,自由制州反对奴隶制州,民族主义者反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对州权利支持者。事实上，没有多少支持者在交战中提出了提议（他们在为联邦奋斗）。国会在他们未出席的时候通过了政府介入铁路经营的议案。大片的公共土地成了大型铁路公司的规划用地。历史学家承认这些铁路公司事实上就是房地产公司。它们中的一些得到了铁路两边各20英里土地的馈赠。

为了填满这些土地，铁路公司发出广告，招募定居者。北太平洋公司的营销策略至少在一方面是成功的，它引发了滑稽的写作方式。广告作者严肃地指出，该铁路公司所拥有的土地比美国东北部新英格兰地区的"9"个州都大（其实新英格兰地区只有6个州）；也绝对大过俄罗斯欧洲部分的北部地区、整个法国（除阿尔萨斯省和洛林省之外）、土耳其、新泽西的一部分、科尼岛等——总之，该土地面积就好像"两个特拉华州加起来"一样大。

除了吸引力，定居者还需要贷款，这一点铁路公司也早有准备。伯灵顿铁路公司（Burlington）早就准备好了几种抵押贷款以供选择，包括一种利率为6％的"长期贷款"，附10年的留置权，而借方在前2年——你信吗——只需付利息。联合太平洋铁路公司（Union Pacific）提供9成的房价贷款，利率为7％，前3年只需付利息。土壤如此肥沃，气候如此宜人，主要谷物价格如此之高——广告商们担保——只靠一种作物，农民就可赚回农场的成本。这也并非完全虚构，在19世纪80年代初的短暂时期内，这些都是真的。

那里的天气好得惊人。种好一种作物需要约18～20英寸的降雨量，而该地区降雨量每年都达到这个标准。老人们很是不解，据他们所知，堪萨斯、内布拉斯加以及达科他这几个州非常干燥，特别是西部地区。为什么连连出现反常的雨季呢？有人认为这种现象可能是人类活动导致的。通过开垦土壤、灌溉庄稼和植树，定居者自己带来了气候的良性改变。内布拉斯加大学的一名教授也认同这种喜人的假设。

那的确是一个新时代，不仅在气候方面如此。在铁路出现之后，大平原地区的作物和耕牛可以到达东部的市场。由于移民大军的挺进，西部土地价格也一直上涨。在19世纪70年代，堪萨斯的人口翻了3倍，达100万人。显而易见的是，在今后的时间里，人口一直会增长，没有尽头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

节俭度日却没什么收益的东部人似乎真的相信了。利率随着19世纪60年代的通货膨胀一路上升(那时林肯政府为发动内战放弃了金本位制以迎合印刷集团)。但从1866年开始,利率开始下跌。在19世纪80年代初,新英格兰地区的人们从银行只能获得4%的利息,高级铁路债券的利息还要低。鉴于生活费用事实上已开始下降(在19世纪90年代以平均每年0.7%的速度下降),一位现代经济学家可能会判断说,"真正的"利率事实上是慷慨的。但西部的贷款,利率从6%到8%,似乎更加慷慨。所谓动产抵押——以牲畜、运输工具、农具等为抵押的贷款,其利率都在10%或以上。

如果说往昔那些"眼中只见高收益不见风险的食息猪们(yield pigs)",与他们千禧年的后代有任何相似之处的话,那就是,不需要用经济言语来引诱他们去捞取成百上千基点的额外收益,储蓄者的手不由自主地就握了起来。但是,如果他们需要故事,会有一堆等着他们。西部土地不要钱的时代已经结束,看多者说道。一波又一波的先驱必须为原有的土地付更高的价钱。约翰·D. 希克斯(John D. Hicks)在《平民的反叛》(*The Populist Revolt*,1931年初版)一书中写道:"而且,西部作物的收益在过去几年有所提高,价格不错,收割也简单。抵押票据'用金色和绿色的墨水写就',看着就让人产生一种稳定感。一种说法在东部传播开来,把储蓄投资到西部既安全,回报又丰厚。怪不得钱像洪水一般源源不断地流到西部做贷款生意的人手中!"

在东部,金融管理人员希望脑热的投资者能够冷静些。"东部的各州发现有必要通过立法来对西部投资公司进行检查和许可,以保护那些把存款从银行中取出来用以投资西部证券的人,"历史学家哈利·法默(Hallie Farmer)在早于希克斯几年撰写的一篇文章(该文被收录进《密西西比河谷历史评论》)中这样描述其中的好处,"贷方而非借方之间存在竞争。'每天早上我都发现办公桌上堆满了汇票和现金,'一名西部借贷公司的秘书说道,'钱进来的速度比出去的快。'另一家公司的经理说,'在1886～1887年间的许多个月里,我们没法给东部的投资者提供足够的贷款。我的桌上每天早上都堆满了信件,信内都附有汇票,要求我们提供从堪萨斯到内布拉斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加的抵押证券'。"

在19世纪80年代，全国掀起了房产抵押热，从1880年的5.40亿美元猛增到1889年的14亿美元。当人口和"财富"的增长率分别为25%和50%时，房产抵押上升了156%。(1890年国民生产总值为125亿美元，而人口为6 300万。)乔治·K. 霍姆斯(George K. Holmes)在1894年的《美国政治与社会科学研究院年刊》(*Annals of the American Academy of Political and Social Science*)中提到，美国房地产作为一种资产类型，正在接近产权负担的极限。极限在哪里？这个问题在一个世纪之后还是没有得到回答。

在19世纪80年代的大平原地区，就像是21世纪初的城市一样，股东与股票经纪人的矛盾开始浮出水面。股东作为存款人，渴望投资安全和收益增长。而经纪人作为贷方，想要赚取佣金。《恩波里亚城(堪萨斯)公报》[*Emporia (Kan.) Gazette*]的著名编辑威廉姆·艾伦·怀特(William Allen White, 1868～1944年)讲述了一个故事，"资金过剩的堪萨斯股票代理人驾着轻便马车奔波于全国各地，打着地价稳步上升的幌子寻求资助并提供全额贷款。所有公司都无一例外地为农场提供了过多贷款。不仅他们自己的资金，远方投资者的资金也同样受到了威胁。他们借得越多，自己就赚得越多"。

很明显，可贷基金供过于求(美国政府又断断续续地陷入贸易逆差，其中一些盈余可能还是外国的)。发起人为这种不平衡暗自窃喜。没有哪个城镇不想要有街道、学校、监狱，尤其是铁路。"信心十足，"法默回忆道，"钱源很多，西部展开了世上少有的铁路大建设。旧铁路公司拓宽它们的线路。新公司不断成立。在1887年春季的6周内，西北铁路联合会(Northwestern Railroader)共有16家新公司的注册记录，以及13条旧铁路的发包合同记录。自1880年至1887年，堪萨斯州的铁路公里数翻了一番，内布拉斯加州的增加了3倍。到了1890年时，达科他的铁路长度也比1889年翻了一番。"

在19世纪80年代对股票所做的尽职调查(due diligence)比120年后在大城市所做的好不到哪儿去。"平常不好卖的证券找到了好市场，"法默说道，"所谓的凯皮托拉(Capitola)镇债券、斯宾克(Spink)县债券、达科他州债券也都顺利卖出，在东部市场几经转手才被发现，好多地方根本就不存在。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们手中没有关于房产价格连续、可靠的记录，但报纸广告上的价格可以给我们一些提示。根据一名学者的记录，1881～1887 年，堪萨斯的农场价格升值了大概 4～6 倍。“这样的例子很少，”与法默同时代的雷蒙德·C.米勒(Raymond C. Miller)写道，“低价的土地每英亩也涨到了 200 美元。”威奇塔市就是大平原地区的拉斯维加斯或橘子县，在 1886～1887 年的冬季，它的地价被炒得炙手可热。“一名牧师花 200 美元买了一块地，两个月后以 2 000美元的价格卖出，”希克斯说道，“一位理发师涉足房地产，赚了7 000 美元。房地产经纪人中有许多人赚了大钱，他们都成群结队地来到此地。人数之多，让该市因颁发地产经纪人执照而小赚了一笔。”

因为地产泡沫如此明显，对该泡沫的矢口否认表达得特别激烈。“这不是林肯、奥马哈、黑斯廷斯、艾奇逊、威奇塔、堪萨斯或内布拉斯加州任何一座城市突然产生的一股冲动，”《内布拉斯加州报》(*Nebraska State Journal*)的编辑在 1887 年 3 月指出，“而是公共土地匮乏的结果，也是密苏里地区繁荣的表现。”但如果“泡沫”的定义是“价格飙升太快，以至于受到影响的各类资产都出现了并非几年而是一代或更长时间的萎缩”，那么堪萨斯市的房地产就遭遇了双重泡沫。1887 年时 200 美元一英亩的土地，换算成现在的购买力就是4 400美元一英亩。据美国农业部的数据显示，堪萨斯州的农田现在均价为 800 美元一英亩。即使是伯南克执掌的美联储也无法让堪萨斯州的房地产回到克利夫兰总统时代(1837～1908 年)的高度。

我们内布拉斯加州的编辑在泡沫破裂时发出了抗议。一些人可能会有疑问：如果没有美联储来升息，那么什么因素还能够牵制地价呢？历史学家们回答道，投机级别债券价格的崩溃、农产品熊市和干旱都可以。但无论是编辑本人，还是他身边一流的研究助理本·艾萨克(Ben Isaac)都未能发现，为何那些为多余的铁路、有轨电车线路等提供资金的证券会出问题。(1884 年时美国东部曾遭遇过严重的金融恐慌，其严重影响可能造成了一些程度的破坏。)但谷物价格的暴跌，以及所谓的“降雨新纪元”突然结束，却并无神秘之处。这种情况均对那时接受了抵押贷款的定居者造成了毁灭性的打击。在 1881 年，玉米的价格为 63 美分一蒲式耳，9 年后就变成了 28 美分一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒲式耳。于1887年开始的干旱持续了整整10年，其中有5年颗粒未收。

贷款也随着土地的干涸而干涸。法默指出，在繁荣期的最后几年，也就是1884～1887年，内布拉斯加州共登记了6 000笔农业抵押贷款，总计550万美元。“在接下来的3年，只有500笔农业抵押贷款被借出，总额为633 889美元……东部投资者拒绝向西部追加投资，而已经投资的钱也被贷方们撤回，因为他们害怕情绪不稳的借方用延缓法(stay law)的形式就此欠款不还。”

对于那些只关注2005年度消费金融(consumer finance)情况的人来说，这些西部先辈们并没有过度负债。“平均每两个成年人要负担一笔抵押贷款，”米勒汇报说，“这意味着每户人家要承担一笔以上的抵押贷款；单算成年人的话，人均私人债务为347美元以上，约为美国联邦整体人均私人债务的4倍。”从贷款与价值比来衡量，这样的负担并不算特别繁重。堪萨斯州的土地抵押贷款占“该州全部房地产实际价值”的1/4左右。但任何债务在缺乏收入的支持下都是沉重不堪的，而堪萨斯州的农民们正处于这样的困境当中。

“在1888～1892年，”米勒继续说道，“堪萨斯州西部一半的人口都无精打采地向东迁移，意图搬离这个他们才落脚数月的州。每个家庭的成员和全部财产都挤在一辆大篷车上，被两匹瘦骨嶙峋的马拉着。”这些马车的周围大多写着一些警句俗语，如“回到老婆娘家去投靠”，或是“我们曾相信上帝，但堪萨斯让我们破产”。

“失望的西部拓荒者们把他们的农场交还给贷款公司，从而一次性地进行抵押或是放弃抵押，”希克斯记录道，“有些更勇敢的人可能已经奔赴俄克拉荷马州，那里有其他边境上的土地开放给拓荒者们定居，但毫无疑问，普通大众们有的是开荒的地方。”

在西部大平原遭受失败的人们此时呼声渐起，抗议那些让他们遭到损失的金融政策。平民党要求政府结束金本位制，提供廉价而充裕的现金，并由联邦加强对银行和银行业的控制。其中最激进的人甚至提出了一套纯纸币体系——美钞——其价值并不与黄金或白银挂钩，而是由政府规定的“法定货币”。传统的金融家们对此或是惶惶不安，或是冷嘲热讽，但只在短短几年后，即1971年8月15日，这一切要求都被实现了。美元成为一张纸，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再无其他。

在这样的体制下，一场巨大的房地产繁荣开始消失。联邦政府用极低的利息与“通货紧缩”对抗，并因此遭到了相当多的指责，或是赢得了大量的声望。另一方面，西部大平原地区的教训是，要想创造一个真正大的资产价格泡沫，中央银行无需存在，也不会起到什么作用。有大规模的人口就足够了。

房价无极限

2006 年 8 月 11 日

每年的房价都几乎没有下降，银行家、经纪人、评估人、贷款服务者、抵押投资者、房主以及担保债务凭证的设计者和营销者都证实了这一点。然而，这些绝对公平的旁观者总是忘记说，房屋价值也几乎没有上升。耶鲁大学经济学家罗伯特·希勒(Robert Shiller)指出，从 1890 年到 2004 年，住宅房产价格事实上共增长了 66%，年均增长率仅 0.4%。更显著的是，从 1997 年到 2005 年，房价上涨了 52%，年均增长率为 6.2%。许多人认为房价持续回落是匪夷所思的。但是，这种匪夷所思——至少说，这种非典型状况——已经发生了。在 2001～2005 年，价格浮空了。

《格兰特》现在正在进行一系列猜想。我们的问题是：房地产市场出现全国性熊市的可能性有多大？这种事件会对美国经济产生什么影响？对利率会有什么影响？历史、经济分析以及技术能对这些问题的揭示有什么帮助？预览一下，我们的结论是房价已经开始下跌了。如果房市像股市一样，有均值复归的特征，那么就离跌价不远了。回归 1968 年前的走势意味着 22%的降价。这对于以房产为中心的美国来说当然意味着灾难。我们没有预言灾难，但我们相信，价格的强大回落将会牵制高贷款率的美国消费者，并且对美国经济的发展造成影响——除了经济中的债券购买板块，相反，这一板块会得到繁荣。当然，价格回落到平均线有很多种方式。房价在 5～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年内会缓慢前进，等着收入来赶上它们。然而，据我们判断，这样的结果虽合意却不太可能。

没有人质疑房产业的重大事实。如果这些事实是有关其他任何商品而非受困的美国房市，那它们所指向的结论也是没有争议的。买得起房的人越来越少，而供出售的房子却越来越多。持有成本日渐上涨而交易量却日渐下跌。房价涨势几乎停滞。伦敦伦巴第街研究公司（Lombard Street Research）在 7 月 25 日的公告上写道："到 6 月为止，现存房屋价格的中值增长了 0.9%，但按半年计则下降了 0.7%（如果用均值来替代中值，那么对应的数值分别为 0.8%和－0.4%）。这代表着与 1 月份涨幅高达 12%的情况相比，房价发生了巨大回缩。6 月份的数据也是 11 年来最低的年增长值。并非巧合，美联储正好是在这个时间大大提升了利率。但是，价格的减速比起最近的下降而言温和多了。"

房价的看跌似乎很难找到答案。但是，美国房屋中介协会的确尝试着回答了这一点。发言人沃尔特·莫洛尼（Walter Molony）说，月房价数据很快将记录房价的同比下跌，这些下跌都会是短暂的。他预计 2006 年会有 5.3%的增长，继续保持 1968 年后的黄金规则，即增长率为通货膨胀率加 1.8%。《格兰特》问莫洛尼过去 5 年是否曾出现惊人的涨幅。"高于常规，"他回答道，"绝对是的，它是历史上比通货膨胀率高出最多的纪录。"那么，是否有回归的趋势呢？《格兰特》继续问道。不一定，莫洛尼指着 1968 年后的价格记录回答说，因为"20 世纪 80 年代和 90 年代的价格走势低于常规趋势。（希勒的数据延伸至 19 世纪 80 年代，都是以美元实算的，然而，美国房屋中介协会的数据是名义数值；毫不奇怪，希勒趋势与房产中介计算出来的是不一样的。）价格上升有两个推动力：存货和当地经济状况。当你看一下全国数据和大城市数据时，就会发现全国范围内从未出现过下降"。

对于"从未"二字，我们可以替之以"很少"或是"美国房屋中介协会开始记录前"。事实上，在 1964 年和 1959 年房价有轻微的下降，在 20 世纪 30 年代和 40 年代初曾出现过巨大的下跌。在 20 世纪 80 年代初，房价走势平稳，使得《纽约时报》在 1983 年 2 月这样报道："房子又一度变成仅是一个遮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风挡雨的地方——其投资价值已经受到人口和信贷趋势的影响。"这里的"信贷趋势"暗指两位数的贷款利率，房市不会再有牛市。

当然，历史上也出现过一些传奇性的地区熊市。在 1983～1988 年期间，休斯顿的房价中值下跌了 23%，在 1990～1995 年期间，南加利福尼亚的房价均值下降了 21.1%（根据 1997 年联邦储蓄保险公司公布的"20 世纪 80 年代和 90 年代初的金融危机调查"）。每一次熊市都有不同的起因：油价的暴跌以及战后国防费用的萎缩分别是两个时期房价下跌的原因。当今什么样的全国性事件会导致全国性的熊市呢？

我们认为有三种情况：无节制、疲软的抵押贷款；市场价格的均值回复；轻浮的房市极可能成为经济扩张的推动力而非其他资源发展的受益者。

首先来看一下杠杆率和利率。房产证券的长期下降意味着充满噱头的贷款更受欢迎，没有这些贷款，许多美国家庭将无法买房。根据瑞士联合银行的数据，2004～2005 年，无本金贷款、可调整利率贷款以及其他所谓的支付力贷款(affordability loan)占了所有美元贷款的 25%。事实上，这些贷款都是可调息的，数百万美国借款者暂时得益于美联储 2002～2004 年的通缩转向政策，但不久将迎来动荡的重调。抵押银行家协会估计，对于 1 万亿美元可调息贷款的持有者来说，震荡明年就会到来。

我们提供了两项证据来支持房价回落的论点。第一项就是希勒1980～2004 年的价格指数，出自其著作《非理性繁荣》(*Irrational Exuberance*)。教授自己认为他的指数事实上是一组缝合在一起的标记，他警告对数据的书面解读，特别是早期数据可能会有抽样错误。但是，他总结道，1997～2004 年的追赶是"标志性的"。家庭住房销售量的顶峰也是如此，这里我们要再次感谢我们的读者 R. 金・伯奇（见 2005 年 6 月 3 日的《格兰特》）。请注意，在最后的报告中，这些住房交易的价值共达国内生产总值的 16.4%，差不多是 1968～2005 年均值的两倍。

"我们知道住宅房产板块的行为会影响整个经济的行为，"北美信托公司的保罗・克斯里尔写道，"这就是为什么美国经济评议会的人员会将住宅营建批准数计入主要经济指标而非偶然或滞后指数。可能房地产业的行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2005 年鸡尾酒会

比其他任何行业都重要?”克斯里尔的回答是肯定的,我们的回答也是如此。快速升温的房市是强有力的灵丹妙药。一名乐观的新购房者想买什么呢?商务部经济分析局将直到 1929 年的住房固定投资对国内生产总值的贡献进行了合计。估计最近 6.2%的数值是最高的纪录之一。事实上,除了 1950 年的纪录 7%,它是最高的,那一年人们疯狂购买,以预防朝鲜战争初期的强制定量供给。1964 年,住房固定投资对国内生产总值的贡献仅占 5.2%,上一年度全国平均房价下降了。

《纽约时报》的一项调查表明,并没有发生对家庭净收入减少的全国性抵制。仅 0.6%的跌幅可能是公愤没有产生的原因。但是,还有一个原因就是当前盛行的房产借贷。在 1964 年 10 月,抵押银行家协会在纽约召开会议,听取了自由国家保险公司(Liberty National Life Insurance)执行副总小恩内・A. 坎普(Ehney A. Camp Jr.)的报告,他谴责联邦住宅管理局过于宽松的承保标准,以及受补贴的政府抵押贷款。失职与赎回权取消成了与日俱增的全国性问题。但是,坎普又问道:“对于一个金融状况不佳、证券收益率只有 3%的借贷者,我们又能有什么期待呢?”所以,联邦住宅管理局就出台了 97%贷款与价值比率的贷款。坎普还记得不久前的“最高传统贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款利率达66.67%，期限为20年"，只有特定属性的贷款风险需要申请。"但是，"《时代周刊》报道，"在联邦住宅管理局组建扩张的时候，坎普先生说道，传统放贷也在扩张，'有时候这像一场比赛，看谁能把谁挤出市场'。"

可能坎普的记忆跟他开了一个玩笑。可能有些人总能够找到贷款与价值比率接近100%的贷款。关于抵押贷款的历史数据是不完整的。但是，从现有的数据来看，当今是借贷史上数目最大的时期。当今房屋证券畅销的情况史无前例。自2002年以来，根据高盛的数据，美国购房者抽调的基金为国内生产总值贡献了2.5%(假如，像高盛一样，这些钱中有2/3被纳入全国账目)。当今全球资本市场机制对美国借贷者的迎合性也是史无前例的。据不完全统计，外国中央银行持有5 320亿美元的联邦机构证券。这些证券大多都是按揭证券或与之有关。当然，这些外国官方持有的按揭证券并不包括国外非官方持有以及非美国金融机构持有的价值数十亿美元的证券。但是，美国人也会冒险假设外国投资者对美元按揭债券是贪得无厌的。这会使得美元汇率大跌，让已经买不起的房子的价格更加离谱。

除了其他因素，坚定的信念是支持房地产价值的一大因素。"房价不会下跌"更多是一种技术论断而非经济论断。我们的祖辈、祖祖辈听到这句话肯定会觉得惊讶。根据他们的经验，房价是不会上涨的。如果知道在大萧条时期房价猛跌了，谁也不会奇怪——根据希勒的数据，在1930年房价跌了4.3%，1931年8.1%，1932年10.5%，1933年3.8%。但你知道吗？1926年熊市已经开始了(下跌4%)，并一直持续到20世纪30年代末，在1941年的售房热来临时结束。

当然，那个时候抵押贷款行业还处于起步阶段，联邦抵押补贴极少、经济周期律明显，与当今的相似性相当小。但是，它与当今至少有一个共同特点，在易受影响的人类面前，那就是新的极具破坏力的科技。在20世纪20年代和30年代，这一技术就是汽车，它似乎意味着城市生活的结束。今天，有许多这样的技术，包括金融工程，把次级贷款和第二按揭贷款转换为抵押债务，然后在全世界发行。

房地产专家约翰·C. 基利(John C. Kiley)在1941年6月版的《商业历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史学会公报》(*The Bulletin of the Business Historical Society*)中写道："在过去的 11 年里,我们看到了波士顿及其他老牌城市房地产价值的回缩。这段时间对于一个城市的历史而言是短暂的,但对于一名房产拥有者而言则是其人生中的一大部分。自 1936 年以来,房地产买卖已经回复到第一次世界大战前的状态。但是,波士顿城市的房地产价格却降到了比第一次世界大战前低的水平。"

对基利而言,"买房产的一大优势就是可以在下次支付税款和房贷的时候卖出并获得丰厚的利益"[另一位房地产作家史丹利·L. 麦克迈克尔(Stanley L. McMichael)在描述 20 世纪 20 年代的房地产业时如此写道],但这样的日子已经不复存在。基利提到,在 1920 年前,正在发展的城市的房产潜力无穷。但是,汽车、郊区、1929 年股市崩盘、大萧条,以及大萧条时期移民的缩减和日益增长的地方房产税负担接踵而至。在泰德·威廉斯(Ted Williams)创下 406 打击率的那一年,基利说道:"房产价值回落已经有 11 年了,到现在也没有上升的趋势,即使是稳定的基础也没有。"在大萧条之后,股票和证券价格都在反弹,但是,房产价格却一味地下降。

基利引用了波士顿一些特殊的细节,包括灯塔街 45 号的例子,这座巨大的房产建于 1808 年左右,房主是善于赚钱的联邦制拥护者哈里森·格雷·奥提斯(Harrison Gray Otis)。在 1940 年,该房产经过大规模修缮,售价仅为每平方英尺 3.25 美元,总价55 231美元。这一价格相对于 1929 年的403 608美元而言打了很大的折扣,而且相对于 1859 年135 952美元和 1853 年91 768美元的售价而言也低了很多。(所有的价格都基于同一面积,所有的数据均出自波士顿税收记录。)美国气象学会现落户在这一房产,目前估价为 620 万美元,这在 1940 年是难以想象的,更不用说 1853 年。更为重要的是,即使在 2000 年,这一价格也是匪夷所思的,那一年波士顿市对该房产的估价是 290 万美元,还不到现在的一半。鉴于灯塔街 45 号从 1920 年到 1940 年价值下跌 86%,而 2000～2006 年又上涨了 114%,我们可以说,在房地产行业万事皆有可能,包括被认为不可能发生的全国性熊市也已经悄然蔓延。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 抵押贷款科学研究

发现风险

2005 年 5 月 20 日

我还是强调这点——美国住房抵押市场存在风险。房产价格合理吗？房主是谁？答案或许至少可以推测如下。我们最重要的发现是：第一，第一季度公司债券息差扩大了，但抵押贷款息差却收紧了——事实上，已经收紧(或保持平稳)好几年了；第二，最具风险抵押证券中风险最高的品种不是在美国被持有，而是在亚洲和欧洲。

这一情况着实令人担忧。但是，作为读者，你可能会想，要怎样才能抚慰自己呢？应该是今年担心，还是在明年或后年担心呢？达拉斯的一名读者戴维·福尔兹(Dave Folz)在电子邮件中写道："我同意目前快速增长的新型抵押贷款令人害怕，但这不是真正的问题。'可调利率抵押贷款(ARMs)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么时候会结束而对更高的利率作出相应的调整呢?'如果答案是'通常要5年时间',我将不太会关心2年内的情形。"事实上,答案是:占了个体家庭抵押贷款11%~13%的可调利率抵押贷款会在3年内调整。只有大概5%的个体家庭贷款会在12个月内调整。从票面价值来看,个体家庭抵押贷款总共达7万亿美元,其中24%即1.7万亿美元是可调利率抵押贷款。

这让我们想起可调利率抵押贷款不是昨天发明的,而且贷款本来就是不断调整的。在1994年,基金利率从3%上调到6%,当时美国抵押贷款有12%都是可调息的。但是,没有"利率调整"炸弹被引爆,也没有导致市场衰退。而且存在这样的事实:当房主卖掉一幢房子以购买新的居所时,抵押贷款利率就会调整。根据人口调查局统计,2003年美国有14%的人口都加大了赌注。

所以,没有必要担心? 不,我们相信,现在就需要担心了。那么,担心什么呢? 在一个巨大的市场中,信贷风险的错误定价,对于非专家投资者来说,在字面上是看不出来的。我们先不管房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)和美国政府国民抵押贷款协会(Ginnie)担保的巨额按揭证券(虽然前两个机构没有明显的联邦支持,但是,我们不能对什么都担忧)。我们把注意力集中在私企制造的私人利基抵押贷款上。据雷曼兄弟估计,在第四季度,无本金抵押贷款、负摊销抵押贷款以及类似的可调利率抵押贷款共达8 000亿美元。根据穆迪公司的估计,其中垃圾证券占了7 260亿美元。

担忧者的典型代表,在我们看来,非太平洋投资管理公司(Pimco)抵押贷款和资产抵押小组的负责人史考特·西蒙(Scott Simon)莫属。他告诉《格兰特》说:"并不是我们认为天真要塌下来了,但如果发生这样的事情,大家都要付出代价……我们的中心预测并不是AAA次级可调利率证券一定会崩盘或遭受损失;但从他们交易的利差来看,你最好确信风险接近零。我们唯一的不满就是获得的利润还不够多。我们不想一无所获。中心预测是什么并不重要。如果你卖的是彩票,总会有人中奖的。"

同样,西蒙认为"不论它们看上去多么不好",最新流行的无本金可调利率抵押贷款并无内在的坏处。当它们真正成为利基产品,向资金充足且合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我知道我们拥有 10 亿美元的 CDO，问题是：什么是 CDO?"

法纳税的富人开放时又有谁会反对呢？"但是，"西蒙补充道，"当人们利用这些贷款来买自己通过合法手段买不起的房子并抬高价格时——这会导致下一个人采取更加疯狂的贷款手段——问题就出现了。"

我们在《美国银行家》(即将袭来的抵押贷款垮塌研究的必读刊物)5 月 11 日的文章上看到了西蒙的名字和想法。该文章的题目是"抵押贷款的风险在哪里？新的答案正浮出水面"，我们发现该文章对于我们即将谈及的主题有深入的研究。在文章中，引用西蒙的话来说，现在居民抵押贷款违约减少的有利局面是由二次融资风潮和房产牛市导致的结果。房主们没有违约的原因是贷方不让他们这样做。他抱怨道，评级机构还没有调整其评级模式以消除目前出现的金融健康的假象。结果，那些 AAA 级抵押贷款债券有时候并没有广告中说的那么好。但是，他补充道，新增贷款保险成本不高。谨慎的投资者可以为自己建立优良资产。

他对《格兰特》解释道："大部分疯狂贷款发生在次贷市场，即借款者的 FICO(美国个人消费信用评估公司)信用评分在 550～640 之间(FICO 信用评分的中值是 723)。这些贷款通常带有资产支撑结构。这个市场被称为'家庭权益'或'次贷板块'——也是这些贷款债券大多数的去所。"

有些抵押贷款债券是由银行发行的，一些银行持有这些债券。有些贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款通过投行 VOM 模式(Veg-o-matic)操作。“通过这一模式，产生优次级结构(senior-subordinated structure)，无评级债券可以上升为低等级，然后依次上升为 BBB 级，A 级，AA 级，最终可以升为 AAA 级，”西蒙继续说道，“大部分次级债务品种最终成为了担保债务凭证(CDO)和资产支撑担保债务凭证。”然后，他又说道，这些证券被出口。“可能有 95%被出口到亚洲和欧洲的金融机构、保险公司以及不够成熟的银行。”

我们还考察了一些其他的消息来源。据一位在抵押对冲基金领域工作的人士透露，一些外国央行是这些抵押贷款产品的购买人之一(由于房利美已经缩减了资产负债表，长期受外国央行青睐的 AAA 级联邦机构资产的供给也大大缩减了)。这一人士还透露，次贷衍生产品对于模式导向性对冲基金吸引力很大。在具有深厚底蕴和流动性良好的公共市场没有形成之前，这种基金只有具有博士学位的人才能对其中的金融衍生品进行估值。

你在《彭博》上不会发现担保债务凭证的解释，更不用说在交易报告与执行系统(Trace)和纽约证券交易所里。所以，在这一行业有个熟人能帮很大的忙，如瑞士联合银行的分析师戴维・刘(David Liu)，或安纳利抵押管理公司(Annaly Mortgage Management)的埃里克・萨博(Eric Szabo)。如果这些熟人足够友善，会告诉你债务抵押证券衍生品并不像表面的那样好——无本金贷款显得尤为突出，债务与价值比率也比表面上的高。但是，到底有多高还不好说，因为目前盛行的是不披露信息的次级贷款(“沉默次贷”)。

收益是否公正地补偿了投资者所面对的风险？“是的。”这是市场的答案。当然，可调利率抵押贷款是浮动的；这就是关键所在。其收益可以通过不同投资级别资本市场利率的利差和债券利率“互换”来解释。如其所说，对等级高的部分，可以多给 30 或 40 个基点利率。如果利率上升了会怎样？市场先生坚持说，不会有什么危害性结果。可调利率抵押贷款最终会重新调整，但它们不会立刻调整。

市场先生可能是对的，但我们和西蒙先生不这样认为。抵押担保债务凭证的投资者在房地产业出现熊市、抵押贷款垮台的时候得不偿失。风险有多大？我们的回答是，明显存在。看涨的人反驳道，目前盛行的无本金抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

押贷款(以及上升的债务与价值比率)已经充分反映在了抵押池的附属结构中。他们最好是对的,但可以证实的事实是,没有人知道次贷以及私人抵押贷款的违约和预付情况到底怎样。自从最具风险的产品问世以来,债券收益就直线下降,房价直线上升,放贷者频频说"是"!担保债务凭证机制就像巨大的货币吹雪机,源源不断地将美钞吹入保险商、投资银行、投资管理人以及评级机构的手中。

去年秋天,太平洋投资管理公司就停止了参与,西蒙声称:"如果事情的发展和现在一样,我们就不会再管理新的资产支撑担保债务凭证,尽管这是我们作为理财师所能做的最能盈利的事情之一。因为,在资产支撑证券领域,证券承销标准显著下降的同时,信贷质量也会下降,利差会收窄。而财经 101 没有说这些会发生。"

西蒙引用了这样的话,美联储的紧缩举动导致边缘借方濒临破产。他继续说道,如今抵押市场的边缘借方"正在进行相对较短的调整,按低于市场价格的水平为高价房产借款"。西蒙将新世纪金融公司(New Century Financial Corp.)的一种新型贷款视为典型:资信等级低的借方可以获得无本金贷款,而且不需要提供工资收入证明。根据西蒙所说,你可以贷到房子价值 95%的款项,上限为 100 万美元,而且你可以一半的工资收入作为还贷保证。(我们打电话给新世纪金融公司,询问贷款条件,却未得到回音。)西蒙提出了这样的问题:如果贷款利率调整高于 40%或 50%,借方找不到重新贷款的方式,那么怎么办呢?这些买主难道不会把钥匙封入信封寄给贷方(无论他是谁,在什么地方)吗?

西蒙说:"次贷市场 10 年前还不存在。在过去的七八年时间里,房屋拥有率从 64%上升到 69%,这一巨大增长的原因是许多次贷信用等级的人以前借不到房贷,现在可以。他们抵押了什么?他们只能称为租。他们不可能得到房屋抵押贷款,一旦有人说'我会承担信贷风险',你就能借钱给他们。但在目前,不是我们。真实的最终风险承担者主要是担保债务凭证市场背后的主要投资者。"我们还要强调的是,对于承担的这些风险,投资者没有获得很好补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ACE 证券公司房屋权益贷款信托计划内幕，2005 系列—房屋权益 5 号

2006 年 9 月 8 日

全国各大杂志的封面都在争相报道房价崩溃即将到来。从这一情况我们可以看出廉价的房产股票已经不畅销。托尔兄弟公司(Toll Brothers)、美国国家金融服务公司(Countrywide Financial)，还有新世纪金融公司，哪个能够继续“牛”下去？还有谁不知道房价泡沫已经破灭？

也许没有了。但奇怪的是，该新闻对抵押证券市场却失效了。对于担保债务凭证(CDO)、房屋权益贷款信托(HEL Trust)、住宅抵押贷款证券(RMBS)以及抵押债务其他变型证券的购买者，这一年最好是 2004 年而不是 2006 年。据证券看涨人士所知，房价还在攀升，房主们还在轻而易举地抽取现金，赎回权的撤销可能只是万里晴空中的一小片乌云。房产前沿的消息越差，抵押收益越来越靠近收益曲线，华尔街的资产支撑证券商对新近被拍卖的各种抵押贷款发起机构的竞拍也就越起劲，如第一富兰克林(First Franklin)、撒克逊资本(Saxon Capital)以及其他抵押证券的发起者。[劳动节过后，我们发现美林证券已经协议以 13 亿美元收购了国家城市银行(National City Corp.)的房屋抵押贷款机构。]

这一矛盾便是我们目前要处理的问题。我们过去的方法是从下到上或从上到下：对抵押证券进行检测，并对造成证券定价过高的宏观和微观因素进行彻查。现在真相已经败露了。事实上经我们判断，金额达数万亿美元的资产支持证券和担保债务凭证“定价过高”，我们对这些证券并不看好。与房产有关的股票可能会跌价，至少它们看上去比历史上任何价位都低。但是，这些贷款的廉价不是以价值来衡量的。对于擅长处理信用违约互换的专家投资者来说，这时候的低价下注可能是一个机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非房利美和房地美发行的房产抵押证券数量惊人。本年度前 6 个月，产生了面值3 030亿美元的证券，而 2005 年这个数字是4 900亿美元。在 2000 年，这个数字只有 585 亿美元。如果你猜测在这些抵押混合证券产品的制造与发行中有利可图，那你正在揭开为什么彭博或贝尔斯登房屋净值抵押贷款(HELOC)指数的利差交易在近 10 年来最贴近国债收益曲线这一谜团了。

穆迪的一名经理约翰·克里茨(John Kriz)在《美国银行家》上发表的一篇文章帮我们理清了一些问题。他问道：为什么在抵押证券生产行业企业并购(M&A)活动的价值正在冲向 10 年来的最高峰呢？为什么华尔街最好最聪明的人都急于收购不再利好的房产公司的抵押品呢？

"如果你有足够大的发行平台，"克里茨回答道，"你可以做很多事情来转移这些资产——通过证券和转售以及其他手段，所需要的就是能够填补机制的产品。"这一机制是华尔街最受推崇的一种。它将抵押品转换为资产支持证券(ABS)，将资产支持证券换为担保债务凭证，将担保债务凭证组别转换为担保债务凭证平方(当然，担保债务凭证平方的意思是指，一个担保债务凭证的担保债务凭证)。这一机制的惊人之处在于每一环节的制造商都能得到好处。

上个月，路透社记录了房屋权益贷款(HEL)被打包成资产证券的火暴销售情况。据称，一位从业者将原因归结于某种抵押保险的盛行。这种保险就是信用违约互换(CDS)，它在公司和主权债务市场十分常见，不过，对于抵押市场而言还是一个新事物。如今，一名合格的投资者可以为抵押贷款证券甚至是其中的一个小类别购买信用违约互换。用华尔街的行话来说，信用违约互换的买家都是"买了保险的"。他们付出的是利率，得到的是相应的保障。"随着综合性市场的出现，"路透社的专家说道，"有无数的房产证券风险被交易，这背后的推动力便是能为担保债务凭证购买保障。"

这最后一个评价所蕴含的意义高于字面。为了看出其引申意义，外行人必须跟上专家的思维并学习一些基本术语。首先，回忆一下，担保债务凭证是由债务转型而来的证券，从所谓的安全(优等)到公认的危险(可疑等级或无等级)。杠杆率很高，每一美元的证券支持了 100 美元的债务。

至少有两种担保债务凭证。第一种就是现金变化型，存在于资产支持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券当中。第二种是综合型,通过为证券或资产支持证券加保险产生。怎么从信用期权中建立担保债务凭证呢?试想一下,如果保险的卖家与证券的买家拥有一样的信用敞口——在信贷事件中,他就陷入圈套了。总体来说,综合型担保债务凭证的发行狂潮对于《格兰特》的谨慎读者来说是一件好事。信用违约互换的大量供给降低了购买保障的成本。综合型担保债务凭证据说被广泛地卖到了欧洲与亚洲信托金融机构。

在这篇关于衍生品的文章中,我们的观点本身就是一种衍生物,其衍生自锦旗资本管理公司(Pennant Capital Management)———一家新泽西的中长期证券对冲基金。《格兰特》的订阅者艾伦·福涅尔(Alan Fournier)是该基金的管理层人员。福涅尔说,锦旗公司正在为较弱的风险抵押结构购买保护,也就表明了其对信用违约互换市场不看好。该基金以每年1 425万美元的成本来维系 7.5 亿美元的抵押债务。

福涅尔告诉我们的同事丹·格特纳(Dan Gertner):“我来这里是为了学习次级债务借贷和房产行业运作的。在四五个月前,事实上还有许多次贷股。自从去年夏季以来,房产股已经短缺。这两个行业的动态碰撞将导致房价的猛跌。这就是大背景。”

作为保险购买者,福涅尔给保险商开支票。他和我们都认为,他所付的价格很低。它们从良好信用贷款每年 190 基点到较高风险债务每年 220 基点不等。他一直给保险商开支票直到“信贷事件”发生,即房屋购买者停止向贷方付本金和利率。如果有麻烦,就会轮到保险商给买方开支票。

信贷事件发生的概率依赖于抵押证券结构,或抵押证券的组分,人们买保险的目的就是为了规避这些风险。作为资产证券买卖的规则,本金和利息排在信用阶梯的顶部,依次往下;损失在阶梯的底部,依次往上。最顶部是优级资产,底下是略差的等级;最底部是无等级资产,包括“超额抵押”资产。福涅尔说道:“过去 4～5 年发生的事情是这样的,房价上涨过快,以至于你自己过快地吸收了超额抵押贷款,你的房价有每年 10%的增值,所产生的额外权益划时代地为这些证券的评级打下了坚实的信用基础。”

然而,即使是在最好的时候,次贷每年也有 4%～5%的损失。在差的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，损失还要惨重。如今超额抵押率达每张担保债务凭证5%，福涅尔说道。在一个全国房产熊市，每年5%或5%以上的损失还难以想象吗？高于超额抵押的损失会最先进入低等级证券市场，即BBB－等级证券，通常占资产的2%～3%。下一步它们会削减BBB级证券。如果还是有损失，更高等级证券也会随之遭殃。

但是，要使信用违约互换卖家遭殃，无需全球性的灾难。膨胀的房地产市场已经开始出现矫正，这足够在地域集中的担保债务凭证领域引起小小的混乱。福涅尔说他的证券投资是安全的。他喜欢“高佛罗里达敞口、高加利福尼亚敞口和高次贷敞口。你寻找具有盈差的权益贷款，因为这些贷款的评级一般会过高，这会带来高比例的声明收入贷款(stated-income loan，也可称为说谎者贷款)，你从保险商那里给自己建立信誉，但最终可能还是会被破坏”。

“很多人都假设房价不会下降，”福涅尔继续说道，“我认为它们会下降。我想即使仅仅下降2%～3%，也会引起不小的后果。在房价大环境中出现10%年增长率的时候，账面价值就会经历了4%～5%的累计损失。从理论上看，其他条件相同，如果价格变扁平，我们会看到14%～15%的损失。很明显其他条件是不同的。油价上涨了，今年有价值4 000亿美元的可调利率抵押贷款证券向上调整，明年会多出价值达1万亿美元的可调利率证券，人们想要通过重新贷款来渡过难关已经不再可行了。次级贷款出借方视这些有调整需求的人为未来业务，‘因为我们要给他们新的贷款’。但如果房价不上涨且美联储不将利率调回到1%，这就没有用。”

受到福涅尔的启发，格特纳研究了无数专业投资人士可以为此买卖保险的抵押支持结构证券(其管理的复杂性将业余者甚至是富有、老练的业余投资者拒之门外)。ACE证券公司的房屋权益贷款信托计划——2005系列—房屋权益5号(HE5)就是典型样例。该信托问世于2005年8月，并不是什么特殊事物，只是当今价值数千亿美元的次贷市场中一个普通的标准产品。其产生于一系列信用不同的一等、二等留置权贷款形成的贷款池(其中，符合房地美贷款标准的4 666笔贷款，构成了它们认可的“第一组”；其余不怎么符合标准的贷款，被设计为“第二组”)。开始时，该信托计划的票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面价值略高于14亿美元，贷款的17.8%利率固定，其余为可调利率贷款。

简单明了无缘于该信托的显著设计特征。它有20种组分，大量的美元价值是AAA级贷款，但也有数千万美元是在低投资等级贷款和一个总共价值1 150万美元的权益池中。这些组分将是房产熊市的炮灰。资产组合中所持有抵押贷款发生的损失会被吸收掉，首先，通过净月超额现金流账户；接着，通过信用增级认证；然后，通过B-3等级认证，等等。等到房市到了末日决战时期，即使A-1等级也难以幸免。

格特纳研究了房产权益贷款的宏伟艺术之后，注意到其严重缺乏分散性。在贷款池创始阶段，至少有34.5%的贷款余额流向了加利福尼亚，11%流向佛罗里达，10.4%流向纽约。无本金贷款调整日期集中在了2007年的5～6月份，那个时候90%的可调利率抵押贷款的利率都被期望调整。近40%可以调整2个百分点，59%可以调整3个百分点。结果，每隔半年贷款利率就会调整1～2个百分点。

“当然，”格特纳说道，“利率可以下降，也可以上升，但看一下参考利率——主要是6个月期伦敦银行同业拆放利率(Libor)，往上调似乎更有可能。该信托贷款的第一批付款发生于2004年9月至2005年8月之间，这期间Libor从2.2%上升到了4.1%。如今，Libor为5.4%，浮动的空间可能是3个百分点，也可能超过1个百分点。自然，利率可能在明年中期下降。但是，弱势经济——如果这是利率下降的原因——会给已经障碍重重的房地产业增加障碍。”

在贷款池封闭时，有29%的贷款是无本金贷款(70%是传统的分期贷款，1%是气球型贷款)。至于贷款的目的，有一半是现金支出型重复贷款。至于贷款记录，有58%是有记录的，但大多数只有“口头声明”(请从心底发出声明，抵押贷款申请者先生、女士们，而不是嘴上)。

迄今为止，信托状况良好，还没有信贷事件给其第一年的记录抹黑。自发行以来的13个月中，美国房市的动荡已经将其主要资产削减至10.23亿美元，减少了4.14亿美元；贷款笔数被降至5 277笔，减少了1 935笔。因为次顺位组分支撑着低价值的债务，对高等级债务的有效信用支持已经渐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加。这些都很好。

但根基正在被腐蚀。根据8月的最新报道，8.8%的本金被拖欠，4.2%已被取消赎回权——各自价值分别为9 000万美元和4 300万美元。从图表来看，最低等级组分 M-9 和 M-10 之间的缓冲资金只有6 600万美元，损失还会发生。

据福涅尔所说，这两个等级的信贷保险只要每年 220 个基点就可以获得。加利福尼亚和佛罗里达信托行业违约现象以及赎回权取消现象愈演愈烈的情形并非难以想象。我们很难想到有什么办法能规避这种情况。

福涅尔对格特纳说道："我所做的就是将这些东西放在一个资产组合里。这样就有 7.5 亿美元的资产缩减余地，成本为 1.9%(之前是每年1 425万美元)。也就是说，我的收益可达 7.5 亿美元。"从这样的风险收益比来看，还是不错的。

宝瓶时代

2006 年 9 月 22 日

ACA 公司宝瓶(Aquarius)2006-1 号是下面要讨论的主题。你还在关注我们吗？很好！简短的问答手册可以很好地介绍观点。

首先，它是什么？ACA 公司宝瓶 2006-1 号是价值 20 亿美元、夹层结构的混合担保债务凭证。担保债务凭证(CDO)是什么呢？担保债务凭证是一种以债务为担保品的证券。在眼下的例子里，担保品是房产抵押债务。为什么要称其为"混合的"呢？意思是，它不仅持有抵押贷款证券，还包括抵押债务打包结构和抵押债务期权。

第二个问题：为什么有人要去关注这样一种看上去不好、廉价的证券呢？这里指的是除攫取基点收益的证券投资者、担保经理、抵押科学家、评级机构大佬或其直系亲属之外的人。答案是：(1)金融票据的复杂性有时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会模糊风险，为此投资者可能会等不到对等的补偿；(2)当房价不景气时，复杂抵押结构证券的发行会猛涨；(3)住房市场的困难还未影响到像这个夹层结构的混合担保债务凭证一样的衍生工具的价格。ACA 公司宝瓶 2006-1 号高级系列的投资者能赚到比 Libor 多几个基点的收益。次级系列的持有者能赚到比 Libor 多近 300 个基点。公司股本持有者期待着能有 15%～20%的收益。作为个人偏好，从风险和收益来看，就我们所能理解的，我们觉得持有 ACA 公司宝瓶 2006-1 号的任何一部分资本结构都是欠补偿的。

其他人有不同的见解。这一交易的创始人 ACA 管理有限责任公司(ACA Management LLC)经营着 19 只担保债务凭证，累计账面价值共计 127.5 亿美元。ACA 公司说道，其经营的担保债务凭证从来没有被降级或出现过负信用。ACA 为其经营的担保债务凭证股份投资了 2 亿美元。一些聪明的机构也对 ACA 进行了投资，包括贝尔斯登商业银行(Bear Stearns Merchant Banking)、史蒂文森集团(Stephens Group)和第三街价值基金(Third Avenue Value Fund)。

这一交易引起了我们极大的关注，不是因为它很稀有——据汤姆森金融公司(Thomson Financial)称，到今年 9 月 15 日已有1 260亿美元的资产支持证券以担保债务凭证的形式进入市场，在 2005 年只有1 180亿美元。引起我们兴趣的是其类型。宝瓶提供了一种混合型担保债务凭证，其资产主要由信用违约互换构成。真正的现金抵押贷款只占整个资产组合的 10%。

从一种衍生品到另一种衍生品并不难理解。这种混合型担保债务凭证就是如此，担保债务凭证本身是一种衍生品——其资产也是衍生品。信用违约互换是信用衍生品，类似于保险政策(为抵押贷款偿还违约买保险)。信用违约互换的承销商参考一个特定证券、指数或者证券组合对其信用违约和其他的信贷事件提供保险。保险购买人则给保险商开支票——除非直到所规定的信贷事件发生，这时候就轮到保险商给买方开支票了。在本案例中，ACA 公司宝瓶 2006-1 号是保险商(承销商)，保险标的是房产抵押贷款中的违约情况。因此，只要贷款及时被偿付，宝瓶从买方那里获得款项，这些钱就会流向投资者。金钱源源不断地流入信贷机制，最高等级证券取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“本以为我拥有的是 AAA 级的好东西。不是很对劲，

它好像是另外一些 AAA 级的东西。”

得最优地位——当然，排在经理和受托人费用之后。一旦有足够多的房主没有及时付款，宝瓶必须承担起保护保险购买人的责任，这时候宝瓶的投资人(从最低等级的抵押贷款偿还开始)就只有等着被剃头了。

宝瓶汇聚了很多种贷款。正如已提及的，其结构 90%是虚构的，仅有 10%的资产投资于真实的抵押贷款，更确切地说，是投资于真实抵押证券成分。你会怀疑，如果将 90%投资于信用违约互换而 10%投资于现金担保债务凭证，你是否承担了所有额外的风险——不仅是抵押贷款变坏的风险，还有合约方倾覆的风险。多头坚决否认。

无论如何，宝瓶结构有 51 只基于现金的担保债务凭证，129 只总价大约 14 亿美元的信用违约互换合约，加起来共有 180 只。格特纳对其中的 40 只进行了抽样研究。他发现，有一只 50%的风险敞口是面向加利福尼亚的。他说，这 40 只在发起时平均每只有 6 500 笔贷款。用这一数字乘以 180，意味着宝瓶的风险敞口面对了大约 120 万笔贷款。

对于 120 万笔贷款，勤勉地履行义务几乎是不可能的，在这一“说谎者贷款”、无本金和负摊销(negative amortization)贷款的时代更不可能。多头会回应说，像宝瓶这样的结构已经通过了对提前还款、违约事件的压力测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试。惠誉国际的一个工作人员对格特纳说："我们有一个违约概率发生模型，运用蒙特卡洛多步模拟违约概率……"我们所疑惑的是，压力测试是否考虑到了近几年史无前例的豪放借贷行为。也许没有吧。

对抵押结构次级组分的需求非常火暴。"本部位于伊利诺伊州埃文斯顿的多重策略基金——迈格尼塔金融(Magnetar Financial)通过大批购买主导了资产支撑债券担保债务凭证的交易市场，"《衍生品周刊》(*Derivatives Week*)8月11日披露，"该基金已经招募了一些华尔街公司来构建一种完全资本结构交易，它会成为股份的购买者……这些交易规模如此之大，以至于利差紧缩且结构牢固，难以撼动，使得配置其余的资本结构也将变得十分困难。"

有报道称，迈格尼塔通过为其 BBB 等级债券购买保护(保险)来对冲其权益风险敞口(该基金没有回应格特纳的评论请求)。如果真是这样，其管理将得出这样的结论，即世界不会因此终结，权益部分只是为此可能支出20%，但是，如果情况越来越糟，BBB 证券也将不复存在。即使没有这样的灾难，对冲的成本花费远低于可期待的权益回报，BBB 证券可以得到多出 Libor 大约 300 点的收益。

当然，时机是非常重要的。多头观察到，在所谓的下跌日或触发日(通常发行三年后下跌)之后，权益将会在相对短时间内获得回报。"每个人都在玩这样的游戏，"一个审慎的从业者这样告诉格特纳，"只要问题不要过快爆发，我们都是安全的。"理解这一点十分重要。

至少我们理解了这一点。

抵押机器内幕

2006 年 10 月 6 日

通过这样一个神秘的、如同炼金一般的过程，华尔街已将 BBB一级抵押贷款提升至 AAA 级抵押贷款证券。这些奇迹的发生太过频繁，太具有利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润性，以至于大多数投资者都停止了他们的怀疑。埃利奥特联合公司（Elliott Associates）的普通合伙人保罗·辛格（Paul Singer）并没有停止怀疑，并且在会议上分享了他的怀疑。

辛格不仅仅只提出了他的质疑。他同时还指出，应该避免低等级抵押贷款，或者对于拥有机构交易能力的投资者，更好的方法是通过购买信用违约互换（CDS）卖空它们。他用一些事实说明了这一点。在不久前的2000年，在荣誉制度下有效提交信息的，仅25%的次贷发行具有有限文件（limited documentation）特征，低于一级抵押贷款的背托式贷款（piggyback loan）只占市场的1%，仅靠利率支付期权贷款则没有任何百分比。在最近一次报道中的情况是，44%的次贷具有有限文件特征，背托式贷款占比达到31%，仅靠利率支付期权贷款为22%。

所谓可支付产品的大量涌现使得原先的房主变成了租房者。辛格指出，他们实际所拥有的并不是他们所居住的房屋，而是购买该房屋的期权。然而，他补充道，甚至震惊全世界《格兰特》读者的是，向抵押贷款证券投资者披露的通常仅仅是第一留置权。即使是80%的一级贷款和20%的次级留置权的结合，也会使房屋购买者的实际贷款率达到100%，但是，担保债务凭证的购买者却无从知晓。他们只看到了其中80%的一级贷款。

这些抵押贷款是如何被精妙地造出来的呢？这些抵押担保被组装和整合，辛格说，然后进行分级。从形式上讲，评级机构赋予了87%的担保债务凭证AA级或AAA级，尽管每一笔贷款实际评级都不超过BBB级。

这是一个信念的奇迹。评级机构和投资者都相信多元化在减少风险上的力量。他们假设，辛格指出，“基础抵押担保特征具有多元性，因此，抵押信用履约是低相关的”。他们假设的太多，我们持反对意见。例如，加利福尼亚规模巨大的这类结构令人担忧，承担了略低于美国第一抵押市场30%的风险敞口，这几乎是不可能的。而且，背托式贷款和有限文件贷款的发生率与次级贷款很相似。除此之外，抵押贷款工程师确信流动充裕、宽松的管制和令人满意的违约率将继续存在，再融资能力将得以延续，只要能够持续，市场就能非常安全地运行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，一个由BBB和BBB一级抵押贷款债券构成的担保债务凭证能在上帝保佑下被粗略分级，分拆如下：AAA级，75%；AA级，12%；A级，4%；BBB级，4%；权益，5%。始终，辛格指出，房屋销售正在下跌，房屋存货正在上升，次贷危机正在加速逼近，然而，低等级抵押证券却仍然在以接近国债收益曲线的收益率被交易。

辛格给出了他的最后陈述。辅助图表在幻灯片上闪现，"这不是一个准确的蓝图，"他说，"但它大致反映了在给定担保债务凭证中抵押支撑债券杠杆和结构下会发生什么。"择时较好和结构较好的债券发行能够延缓痛苦从房屋拥有者转移到担保债务凭证购买者以及其他微妙产品的购买者，因为其中的一些贷款发行在牛市的早期阶段。然而，如果房屋市场不景气，下跌导致了抵押贷款池的损失，那么担保债务凭证的损失将会变得不可避免。

下面的表格需要一两句解释。第二列"抵押贷款池累计损失"，表明了抵押贷款池的损失，以这些贷款池为基础，人们构造出了担保债务凭证。第四列"担保债务凭证损失"，说明的是上述损失可能转移到担保债务凭证上的损失。根据预计的数字，辛格强调，很多因素会表现得敏感，包括基础抵押贷款损失出现的时机。

抵押贷款图解*
（房屋价格、抵押贷款违约和担保债务凭证损失传递机制）

房屋价格**涨幅	抵押贷款池累计损失(%)	最高等级抵押支撑债券注销	担保债务凭证损失(%)	最高等级担保债务凭证注销
+7%至+10%	2	无	0	无
+4%至+7%	4	BB	3	无
0%至+4%	6	BBB−	39	AA
−4%至0%	10	BBB+	84	AAA(部分)
−7%至−4%	12	A	100	AAA
−10%至−7%	16	AA−	100	AAA

*假设担保债务凭证由BBB级抵押支持证券构成；担保损失和份额下降只是粗略近似值。
**两年累计涨幅。
来源：保罗·辛格。

请看第四行数据，辛格告诉所有观众，这个场景并不极端，在过去两年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4%的房价下跌导致了10%的抵押贷款池累计损失，造成了担保债务凭证AA级组分和部分AAA级组分覆灭。担保债务凭证主体的84%，不仅是BBB级份额，损失殆尽。这一切都源自房地产市场的一次小波动。

辛格总结了3条结论：

1. 房屋债券和房屋价格的主要推动力是评级机构。他又说道："关联度、多样性和违约概率的模型和计算都仅基于牛市经验。"

2. 随着在贷款条件和借款人质量上的冒险加深，这些次贷提供的回报将无法弥补风险所带来的损失。

3. 据说，在玩扑克牌时，游戏越复杂，专家的优势就越大。在抵押证券中，专家的职责就是把这些东西卖给他人，以牟取利益。

在房屋金融中，最好的东西正离我们远去。对于低等级贷款份额的保护已经开始反映这一事实，这取决于其定位，或是危机，或是良机。

资本结构之上

2006年12月15日

一条本并不很令人惊奇的消息——已发行的抵押贷款证券的低等级份额将受房价下跌影响造成损失，已经让人感觉震惊。根据非透明抵押品市场管理人员的说法，标准次贷参考指数最低级部分的保险成本在短短7天里已经上升了25%。关于抵押贷款信用，《格兰特》今年已经说了很多。如果我们时机把握正确的话，下面将是对2007年的一个推测。展望未来，我们发现，在一些并不矛盾的假设下，甚至是高利率的贷款结构对信贷危机的反应也是脆弱的。对于这些被假定为安全和合理的抵押衍生品，保险还是有必要的。

我们写作的对象并不仅仅是那些确切能够为神秘抵押指数购买保险的实力强大的职业投资者。我们倾向的听众是那些好奇的业余投资者。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常没有很多份额和衍生品，但仍准备涉足 1 万亿美元的市场。抵押门外汉应该知道，那些所谓的专家对此几乎与他们一样困惑，尽管他们充满了各种思维。少数派认为，这些次贷所引起的麻烦只是更深层次麻烦的开端。我们就属于这一阵营。但大多数人认为，BBB一级债券成分的紊乱只是偶然情况。广大的市场，他们说，甚至广大的次贷市场依然是健康的。最著名的抵押支撑债券发行商贝尔斯登也赞成这种观点，如同塔依德担保（Triad Guaranty）公司。他们都支持扩大生意，仿佛熊市的贷款债务和房地产危机都已过去，一切都在恢复中。

次贷领域是美国杠杆金融的沃尔玛。如同沃尔玛的顾客，它是金融紊乱的直接领导者。也许，并不是偶然，就如同零售巨人的销售已经虚弱了一样，低等级次级抵押债券份额的违约保险成本已经上升了。但需要说明的是，2006 年抵押池底部的违约和赎回权取消率突然下降并没有被加进来。是的，当时，中等房价是下跌了 3.5%，但失业率依旧仅有 4.5%。名义利率——即使联邦基金利率提升了 17 个 1/4 点——依旧很低。罗素2 000指数（Russell 2 000 Index）曾一度冲到了历史最高点。对次贷陷入困境的批评，我们判断，不可能阻碍美国经济的脚步。相反，美国经济可能促使借贷者不停叠加债务，直至大厦会在死一般的沉寂中摇摆。

对于我们描述的这个神奇设计，特别是资产支持证券并不慷慨的回报率，通常反应是大吃一惊："谁买了这些东西？"《格兰特》的读者想知道。答案是，全世界的食息猪（yield pigs）。"谁在创造和促进它？什么能够阻挡他们？"是另一个常见的问题。对此的答案就是华尔街。其抵押贷款工坊创造了资产支持债券，如前面提到的 ACE 公司的房屋权益贷款信托计划，2005 系列一房屋权益 5 号。同样的工坊发行了担保债务凭证。正是担保债务凭证购买了低等级的资产支持证券份额。

忠实的读者将会回想起担保债务凭证是高杠杆债务的获取机器。因此，对于次贷市场最重要的是，新的担保债务凭证持续走下华尔街的产品生产线，就像它们以往一样。根据最新数据，迄今为止，今年担保债务凭证发行总计达到2 237亿美元，比过去一年高出至少 89 个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了维持仓促增长，华尔街需要购买者，特别是担保债务凭证权益购买者。这种权益债券如同人类金字塔的支撑者。没有它，就没有舞台。低等级资产支持证券以 20∶1 的比例附着在担保债务凭证权益上。

抵押贷款交易者常把"担保债务凭证竞标"挂在嘴边。对于资产支持证券市场而言，这就是母乳。没有它，很少有资产支撑结构能被建立，担保债务凭证能够满足更保守的设计标准。撤销信用的阵痛势必会对商品房市场产生影响。因此，作为一位睿智的经验丰富的销售员，丹·格特纳所说的话还是值得思考的。"担保债务凭证经理地位一定会下降。"我们的一位消息提供者(他太有名了，以至于要求匿名)解释说，令人担忧的是担保债务凭证经理的行为与宏观经济没有多大联系。全部只与微观经济有关，例如买方数量的突然匮乏。"很明显，"这位消息提供者继续道，"这些垃圾的最终买者——无论是中东，亦或是远东，都会对家庭权益贷款和次贷做出综合的再考量。我认为这就是关键。如果你跟随金钱的轨迹，对于其他的资产市场也会有暗示。"中国财政官员和美国财政部长鲍尔森将就中国分析家所担心的次贷市场避风港问题进行磋商。

1 万亿美元的市场将使其成为任何国际财政议程的首要议题。根据瑞士联合银行的报道，截至 9 月 30 日，全美国抵押贷款发行总额有 1.5 万亿美元以上。总的来说，不少于 22.2%，或者说3 424亿美元是次贷，也就是投机级债券(即 FICO 评级分值低于 620 分，比中位数低 100 分的债券)。另外的 17.5%，或者说2 695亿美元，是次优级(Alt-A)，介于投机级和优级之间。占今年截至目前为止发行量的 39.7%，次贷和次优级债券的发行总量已经逼近了房利美和房地美所允许购买高质量抵押贷款的 43.9%。

美国房贷抵押市场的信用质量长期以来处于下降趋势，另外一种说法是房价和房产拥有率在长时间内都呈上升趋势。根据瑞士联合银行的报道，在最近的 1994 年，次贷发行达到了贷款总发行的 5.6%，而次优级只占了 0.2%。房利美、房地美、美国政府国民抵押贷款协会等自身就可以将抵押贷款证券化，因为它们的发行有联邦的保证(暗的或明的)，从投资者的角度看，信用风险是不存在的。"自从 1994 年，"《格兰特》主管贷款业务的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都加起来的话，"切凯蒂写道，"总的花费会占到全美 GDP 的不少百分点，而且统计还在增加中。面临如此规模的潜在的产量损失，中央银行家们常常赶快去试着把损失降到最低。然而，为什么当面临经济泡沫有力证据时他们的反应却如此大相径庭，宣称没有什么是他们能做的？回应令人惊讶。"已经意识到应该做出撤走酒杯的举动，这位经济学家令人赞叹地说道："我不能宣称这一定会起作用，在那时候我并没有去争取，但我本应该那么做。"

国际清算银行在报告中还心虚地将其解释为央行业务的"典型转换"。它敦促我们接受这样的事实，即资产通货膨胀是经济扭曲的源头，因此，适合由中央银行家来解决。多年之前，我们的同事格尔特·冯·德·林德(Gert von der Linde)在《格兰特》上回顾了格林斯潘对于通货膨胀十分简洁的定义。大体是这样的：通货膨胀是足够引起人们行为改变的物价上涨率。冯·德·林德还指出，股市泡沫已经造成数百万人去尝试做他们在泡沫发生之前从没想过的事，比如，不去上班也能养活自己。

我们预言，反对格林斯潘的行动将表现为不再支持"凭直觉作决策"的领导方式。很久以前，有不少人相信主席可以预见未来，并在危机出现之前改善情况。他是怎样做到的无人知晓，这不是外行人能懂的。对于他可能做到的证明，是他以前一直在做(或者他的助手如此强调)。

反对格林斯潘直觉决策能走多远，将取决于泡沫破灭之后留待我们承受的痛苦还有多少。如果不像我们期待的那样少，美联储可能会不得不引入一套明确的操作规则。其实以前已经这样做过，比如，从 1979 年利率目标制转向货币供应目标制，再到 1982 年从货币供应目标制又回到利率目标制。美国联邦储备委员会力图达到一个很可能高于零的通货膨胀目标，如果泡沫经济的调整证明是长期的、持久的和通货紧缩的。美联储主席的继任者可能宣布警惕下一次扭曲的资产价格膨胀。货币政策的历史是一个永久的水深火热的故事。力图稳定物价经常会导致金融的不稳定(比如，美国的 20 世纪 20 年代、90 年代和日本的 20 世纪 80 年代)。尽管我们现在想不起任何一家央行曾直接以资产价格为目标，但我们很肯定该目标制会最终导致物价膨胀。为什么？因为钱从股票或房地产流出后，会抬高以生活费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用指数计量的物品价格。

正如华尔街的着装已变得随意，货币安排也一样。在不到一个世纪的时间里，金本位和燕尾服被格林斯潘和开领衬衫所取代。也许现在在货币政策和着装方式上，人们都喜欢反传统而行。假使是这样，不久以后系着领带的分析师会尽力去解密一个新的、守口如瓶、循规蹈矩的联邦公开市场委员会的意图。

同时，我们还要忍受货币政策分离焦虑症。格林斯潘是华盛顿政府的固定成员，他对神秘的金融业所发表的一些含糊意见给许多人带去了安慰，特别是那些不太能听懂他的人。自从他 1974 年到政府任职后，美国所获得的成功就多于失败。他被称赞为一个圣人和预言家。现在看来，他这两者都不是，他只是一个穿着西装、尽力保住工作、看起来不太糟糕的人。这位主席可能和他那些比较外行的公务员同事不同，不认为没有收入的公司控制数十亿美元的股票市值有什么问题，也不认为带着传呼机的自行车信使四处传递股票拆分的新闻(股票拆分被看涨)有什么奇怪。或许，金价上扬只不过是战争的警钟。然而，对我们来说，这种情况更像是市场对美联储在人事和运作机制方面即将发生变化而感到不安的一种表现。即使《格兰特》并不看好这位现任主席，但我们必须承认他的继任者可能更糟糕。无论如何，美联储改变在即。

很多人会怀疑，任何痛苦的不连续性是可能的。但是，过去 100 年的财政史正是这种不和谐的变化的故事。对怀疑的人来说，我们推荐回忆一下伟大的德国经济学家威廉・吕彼克(Wilhelm Ropke)对 20 世纪 20 年代的几句评论，取自其 1936 年的著作《危机与周期》。“随着生产与贸易在全球逐月增长，我们已经可以看见社会问题被繁荣彻底解决的时刻……”吕彼克写道，“回想起‘精彩的 20 年代’，我们公认那时是现代历史上最杰出和最惊人的时期之一。可能经济史上从未有过这样的发展速度，或者这样实质规模的在生产和组织技术上的进步和提高。而人类性格变幻莫测这一点恰恰表现在：10 年后，人们却热衷于诋毁那个年代，并将那时的精神视为异端加以谴责。这种态度就更加奇怪甚至是可悲了，因为这种舆论氛围的彻底转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变才是造成目前经济萧条徘徊不去的主因。"

对历史的无知所带来的麻烦并不包括人类总是会重蹈覆辙。因为历史是周期性的，不重复犯错的唯一途径就是不去围绕特权打转。无知于历史的人会碰到的麻烦在于，每碰到一个周期性的转折，此人都会惊奇不已，像孩童般连连惊叹。格林斯潘主席似乎就是这种人，他遭遇电脑革命时极度震惊，面对随之而来的生产力提高连声惊呼"史无前例"，碰到持续稳定的物价感到无限满足。这一切都让他似乎看到了新经济的曙光。

他的确看到了，就像其他人在他之前也看到过一样。因为经济总是新的，也总是旧的。早在 1902 年，德国理论家 R. E. 梅（R. E. May）就警告过我们，生产率增长是福祸参半的——"为使生产者能够很快出售数量不断增长的产品，商品价格与工人工资必须随着商品供应量的增加而成比例地减少或提高"，梅这样指出。梅所要求的正是 20 世纪能部分给予的，即将因生产力提高而带来的利益在工资和利润之间公平分配。

梅的观点被美国的"商业周期"理论家中的"系主任"——卫斯理·克莱尔·米切尔（Wesley Clair Mitchell）引用到其理论当中。米切尔的《商业周期》（*Business Cycles*）出版于 1913 年，正好是美联储成立的那一年。该著作反映出米切尔实际上是一个乐观主义者，但得出该结论的一些原因却让后辈们会心一笑。米切尔总结道，诸如郁金香效应（tulip mania）、南海泡沫事件（South Sea Bubble）之类的事情大概再也不会发生了，因为华尔街的投机过剩已被"拧干"。这一进步的推动力就是开明的管理。这位经济学家于美国证券交易委员会创立 20 年前就提出，"要公开规定各个新公司的章程，要使立法受到高效的行政支持以防欺诈性的推销，要更严格地要求新股上市方面的股票交易行为，要使政府机构更胜任向投资者提供信息的责任，还要使银行方面执行更保守的政策来应对投机激增——以上措施结合起来，我们就能学会避免重蹈前面几代人的覆辙"。米切尔将上述内容归入了其著作中的"人类对货币经济运作机制的把握"这一节。

作为一个不读历史，甚至不雇人帮助自己了解历史的人（没有任何一位历史博士曾任职于美联储），格林斯潘对于《银行与商业周期》（*Banking and*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Business Cycle)这部著作可能不太熟悉。该书是由C. A. 菲利普斯(C. A. Phillips)、T. F. 麦克玛纳斯(T. F. McManus)和R. W. 纳尔逊(R. W. Nelson)在1937年共同创作的。在这部著作中,菲利普斯等人对20世纪20年代和30年代时期货币的繁荣和衰落进行了彻底的剖析,从而得出了对新千年经济兴衰的详尽预测。但无论此前此后,衰落的根源都是繁荣。多年前,法国理论家克莱门特·朱格拉(Clement Juglar)写道,"萧条的唯一原因是繁荣"。现在也是如此,美联储实现了物价稳定却激起了资产价格的飙升。同样,信贷扩张的速度也远超过贸易和工业需求。

菲利普斯等人还写道:"新的超额借贷(excess credit)在很大程度上被引入与正常非投机性生产和贸易操作不同的渠道,并推动了股市、房地产市场以及工资率这三方面价格的上涨。美联储的调控行为主要是为了稳定物价,结果却造成了投资和投机的过度繁荣,以及随之而来的投资和储蓄失衡,从而导致了我们近来的困境。投资膨胀必然会引发萧条。"

如今,投资膨胀并没有引发萧条。在主席的带领下,投资膨胀带来的是混乱。《格兰特》必须承认,这也是一种进步。

所以,这是政府的收益曲线

2003年4月11日

美联储官员坚称,通货紧缩的风险是遥远的,但这似乎是他们唯一谈及的低可能性事件。是一项聚焦在伊拉克第纳尔币值上的新全球货币标准,还是联邦基金利率高达50%,或是关于生产数据统计的真实性的国会调查对格林斯潘主席很重要?没有一个词提及这些潜在的货币政策混乱。

上个礼拜,联邦公开市场委员会秘书长兼美联储分支机构货币事务局理事文森特·莱因哈特(Vincent Reinhart)成为最近声称表面上价格水平下降的可能性不大的美联储官员。与艾伦·格林斯潘和美联储主席伯南克一样,莱因哈特称通货紧缩的可能性是遥远的,确切来说,他称为"非常遥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远”。与他的上司口径一致，莱因哈特坚称，美联储如果施加压力，可能只会得到一份震惊全球金融市场的资料，但迄今为止，似乎很难由此观察出：政府在重新调节国债收益曲线。

“如果资产价格没有调整到足以刺激消费，那么在公开市场购买大量的长期国债会调低长期溢价。”莱因哈特引用了彭博通讯社的说法。我们所明白的是，如果股票价格（或者房价，或者其他尚未命名的价格）没有达到它们应该达到的范围，美联储将会使美元贬值来抑制长期国债的生成。

因特网聊天室充斥着关于联邦政府在秘密操纵股票市场的新推测。因为我们坚持认为华尔街的秘密在某些方面是矛盾的，所以我们不相信它。然而，当其表示准备试图控制长期国库券收益曲线时，我们确实相信了美联储。如果一个阴谋者公开泄露了预谋操纵政府债券市场，这还算是一个阴谋吗？不是。实际上，这不仅仅是一个阴谋。正如此时，如果投资者拒绝他们的世界里出现阴谋者，这将是一个机会。

事实上，美联储只操纵基金利率。它通过买卖国债来刺激联邦公开市场委员会的目标（其持有的大批量国债集中在 5 年内到期；去年的一年里，持有不到 15 天就到期的证券显示了最快的增长，证券投资组合中任何部分的增长都高达 90%）。显而易见，对于 1.25%的基金利率，也有这么多空间减缩，因此，美联储制订了应急计划。它想让市场知道，它能够降低美元的购买力，即造成一个通货膨胀运动，甚至伴随着零利率。伯南克（11 月 21 日）、格林斯潘（12 月 19 日）以及现在莱因哈特（3 月 25 日）都提到了结束压制政府债券收益率的转变政策的可能性。格林斯潘说：“这样的行动是有先例的。在 1942～1951 年间，美联储把长期国债收益的上限设为 2.5%。”

由于现代中央银行的起源可以追溯到 17 世纪，所以事事皆有先例。几乎每一种货币政策都被尝试过，许多甚至不止一次被尝试。通货膨胀已被赋予了一个特别全面的测试运行周期。在艾伦·格林斯潘提到的 10 年内，美联储乖乖执行财政部规定的收益率。莱因哈特根据彭博通讯社提供的数据指出，他“不认为票据购买的方法是不常规的，因为美联储在 20 世纪 40 年代限制了利率，并且在 1979～1982 年期间使用了货币定量目标”。这位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"真有趣，我也不记得发生过经济衰退了。"

官员本人被引述说："美联储愿意改变政策来适应经济环境的变化，这是常见、传统并且习惯性的做法。"

尽管这些情况不尽相同，繁荣和衰败时常会伴随着我们，美联储并不需为这千年的轮回负全责。但在走向极端这一点上，他们参与了共谋。现在一群在 20 世纪犯下错误的人仍在给 21 世纪开药方。所开出药方的理念是人们无法预料的。哲学家艾茵・兰德(Ayn Rand)的信徒格林斯潘正在背负一个让财政部收益回笼的实际国有化措施，这是对低潮态势的冲击。

显然，这位主席辗转难眠。基金利率的多次下调已经无法重振新经济，在纳斯达克市场达到峰值前夕，他就此已有很多话想说。目前并没有通货紧缩(相反，CPI 以 3%逐年增长着)，垃圾股市场复苏，银行业务系统投入运转。到目前为止，他和他的下属正承诺要以强硬手段来贬值货币。

我们应该试想一个 10 年期国债的外国持有者的处境。我们都阅读了美联储的公告。我们也已经擦亮了眼睛并进行了计算。如果美联储确实把收益率定在 2.5%，从现行的 4%来看，这暗示着 150 个基点的回升，这将在我们的持有股中呈现出 13 个点的上涨。我们暂时会很高兴。但美元不是我们的原始货币。我们认为，通过卖出一些美元来防备自己受此影响是一种谨慎之策。我们不是孤单的，很多人也有相同的考虑。销量滚雪球般增大，美元汇率下滑，黄金价格直线上升。脱离美联储控制的利率开始上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（进口商品价格的上涨在短期之后会反映出美元汇率的走弱）。总而言之，潜在的通货紧缩危机将变成实际的通货膨胀。

3 月 30 日，《纽约时报》引用了一个前任美联储官员关于正在讨论的应变计划可能引发通货膨胀的评述。“他们不得不选择袖手旁观，以该利率购买任何人抛售的 10 年期国债，”现任嘉信理财(Schwab Capital Markets)经济学顾问的莱尔·格拉姆利(Lyle Gramley)说，“他们必须继续下去，直到取得长期的成效。我们正在讨论的是系统中大规模增加的流动性。”

这种政策的先例在第二次世界大战后期的 1942～1951 年间也曾出现过，当时美国正处于资本控制和国际收支经常项目顺差的阶段。美国经济被彻底调动起来，工资、价格和利润均由政府决定。工业生产也受到严格控制。美联储的任务是促进低成本的政府借款，以及在战争结束后抵御战后萧条。美联储将 3 个月的汇票贴现率定为 0.375%，长期债券收益率定为 2.5%，并购买所有此类收益水平的债券。当有机会(在低利率)短期借人和(在较高利率)长期贷出时，美国的投资者们牢牢抓住了时机。“在预期所有利率将保持固定的背景下，”艾伦·H. 梅尔策(Allan H. Meltzer)在他的新著《美联储历史(卷Ⅰ)》[*History of the Federal Reserve* (Vol. Ⅰ)]中这样写道，“各银行、金融机构和公众们都通过在市场上购买收益较高的长期债券并卖出短期汇票而增加了收益，而这些汇票被系统所收购。”

在 3 月 25 日的谈话中，莱因哈特似乎为新一代固定收人的奸商们奉上了无数套利利润。“当然，”彭博社引用他的话说，“如能坚决做到短期利率与长期利率保持一致，那么对收益曲线各个部位设置上限这一承诺会更有望得到履行。”换言之，收益曲线的形状可能会由联邦公开市场委员会(FOMC)而不是市场决定。

在 11 月，伯南克提醒美国的贷款人不要忘记一个事实：印制美钞几乎不需要任何成本。新任美联储主席这番不大得体的言论很快出了名。而此后一个月，这位主席本人发誓，要在可能的情况下通过恢复收益率固定(yield pegging)政策来打击通货紧缩。在 2 月中旬，达拉斯联邦储备银行行长罗伯特·麦克蒂尔(Robert McTeer)试图用自己特殊的方式放松因通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧缩而沉重的心情："只要你印制钞票的速度超过了钞票需求的增长速度，你就是在刺激消费。我觉得用这种办法对抗通货紧缩实际上非常有意思。"

面对上述这些对保证市场供求平衡利率(market clearing interest rates)的公开威胁，资本市场大多沉默以对。美联储这些"头脑风暴"出的点子没遭遇到强烈抗议、愤慨与怀疑。在1942～1951年，央行曾经成为杜鲁门执政时期战时金融的"橡皮图章"，完全听命于政府，当然是心不甘、情不愿的。现在与当年截然不同，央行显然意识到目前经济状况发生巨变的几率"极小"，因此开始全面鼓励通货再膨胀。

世界头号资本主义经济体的央行并不会每天都公开权衡取消一种市场机制的可行性。虽然到了最后这种事可能不会发生，但我们都已经明白：美联储已充分展露出一种大机构的傲慢，哪怕是温和的批评者也没有料到。

使命偏离

2003年11月7日

在12月23日晚18:02，准时准点，联邦储备系统将迎来90大寿。这位寿星公可能会开怀地跳上一曲。但《格兰特》已经准备好了一篇关于"金钱与官僚"的文章抢先发布出来，这种先发制人的手段，也正是美联储打击经济衰退时使用的。《格兰特》认为，房利美和房地美长期借助国会所给予的特权，其运营方式和规模都已大大超出了立法者的本意。从"使命偏离"这个角度来看，这两家公司都是这方面的典范。

现在的美联储在其原来的构思者看来，估计会有一种面目全非、无法辨认之感。事实上，如果这些创立者们能够重回尘世检查一下现在这个进化版的美联储，受到的惊吓足以让他们再死一回。本文所要讨论的主题就是：这些变化对于美元和利率的意义。首先，《格兰特》预计更多美钞会被印制出来。而随之而来的结果是，利率也会变得更高。

我们请《格兰特》的读者自己来辨别使美联储生效的立法中的关键措

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辞。该法案产生了一个机构，“来支持建立联邦储备银行，提供有弹性的流通货币，承担商业票据的再贴现并且建立对美国银行业更有效的监督，或者为了其他的目的”。你看出关键词了吗？是的，“为了其他的目的”。

在这些目的中，有4条被列举在美联储的官网上，而第五条是我们不得不补充进来的。第一，执行“国家货币政策”。在1913年时没有这条内容。第二，监督和管理银行，并且“保护消费者的信用权”。在美国第28任总统伍德罗·威尔逊(Woodrow Wilson)执政期间，这种权力还未出台。第三，保持“金融系统的稳定”。此条至少提醒了美联储体系的创建者们：在该法律颁布前的30年间，美国发生过4次银行大恐慌。第四，清算支票，管理联邦资金转账系统“联邦电汇”(FedWire)，成为服务于美国财政部的一个销售窗口，并代表财政部对外国央行和国际金融机构经营保管业务。在1913年时，清算由私人进行，公债无足轻重，国际收支逆差的快速确立是金本位制的必要条件(因此，在外国央行的资产负债表上，美国财政部的证券不会很多)。第五，作为预测和传达国家经济情况的“神坛”。在所有的变化中，这一条(按照创建美联储的威尔逊政府的观点看)是最不能让人理解的。在自由市场中，政府的预言何用之有？

现在美联储的功能相对于原始目的的偏离已大到几乎无法计算；而且如果计算清楚，就会给美联储带来十恶不赦的罪名，所以有些人甚至希望这种无法计算一直保持下去。正如我们所观察到的那样，金融机构们要么适应这种改变，要么倒毙在路旁。当年美国海军出于官僚主义，一味只知道给自己配置飞机和导弹，丝毫不管海军战士们是否掌握了它们的应用。同样，公开市场操作和计量经济模型在央行立法者之一、弗吉尼亚州民主党参议员卡特·格拉斯那里也是一无所用。有人认为，美联储和海军一样，对于现代进步仅仅只能亦步亦趋。

或者，美联储连这一点都做不到，因为在此处我们遭遇到了物理学和经济学之间的不同之处。两者都使用量化的方法来建立预测模型，但物理学是在与物质打交道，而经济学却是在与人打交道。物质不会顶嘴，也不会在一项受控的实验中半途改变主意，或是希望能高价买入后以更高的价格卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出。所以，经济学家们永远不能像穿着实验室外套的物理学家们一样，进行成功的预测。如果你相信人类行为是不可预测的，你就不会特别重视明年国内生产总值的计量经济预测，更不会对相信那些美联储官员真能够凭借操纵利率来控制人们在市场上的行为。美联储理事本·S.伯南克却是这一点的笃信者之一，他上个月在伦敦经济学院演讲时对此进行了重申。伯南克说："如果一切按计划进行（这一前提本身就是错误的），那么由货币政策制定者带来的、在金融资产价格和回报方面的改变，会导致经济行为的变化，这就是货币政策所要实现的目标。"如果一切真能按计划进行，那么伦敦经济学院现在的教学内容就换成苏联经济体成功案例研究了。

美联储创始者们的本意是建立一个功能被动的机构，目的是通过集中一个国家的黄金储备预防金融恐慌的发生，并成为一个"终极贷款人"。它本应开发出一个涉及银行承兑、汇票和其他商业票据的市场，还应该对可接受的抵押品放贷，但防范未来、改善未来却不应该属于美联储的任务范畴。

艾伦·梅尔策撰写的《美联储历史：1913～1951 年》（*A History of the Federal Reserve, 1913－1951*）计划分为两卷，正如他在第一卷中解释的：事实上，美联储本不应该是一家中央银行，而应该是一个混血儿。"部分公有，部分私有，旨在摆脱在监事会的主要政府官员的政治影响，具有中央银行的职能，却不是中央银行。"美联储的创始者都是思路很常规的人（如果是梦想家写的宪法，很少会得到颁布）。他们相信金本位制是货币的一种高级组织形式；还相信贷款质量才是央行政策的核心因素，而不是贷款数量。如果美联储以正确的抵押品（具体来说，如商业票据）来放贷，就不会错得太过。如果它只提供与贴现窗口商业票据一致的贷款量，就会创造出恰到好处的信贷。在这些主张中存在行为修正的意愿。在纽约现在的信贷市场里，商业信贷渠道有可能会被剥夺。在这些创始者看来，"投机"是美联储应该通过发展商业和农业扼制的全国性热病。至于"货币政策"，除了遵守国际金本位制，也没什么其他可做的。而经济调查仪这个装置，目前也没人能发明或设想出来。

但是，几乎没过多久，阻挠那些创始者目标的事件发生了。就在第一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界大战中——美联储向世界公布成立的 8 个月后，国际金本位制被废除。1917 年 4 月，随着美国卷入战争，通过创造信贷——对现代政策的预演，美联储开始促进赤字财政。

无论战争期间还是战争之后，现代化的进程始终没有被阻挠。公开市场操作始于 20 世纪 20 年代初期，并且国际金融体系从 20 世纪 20 年代中期开始走向稳定。如同太阳底下没有新的事物是无可非议的，20 世纪 20 年代的经济学家和国会议员们呼吁美联储通过货币政策来稳定物价水平。为了实施通货膨胀目标，他们提出了很多和当今相同的论据。为了争取中央银行的自行决定权，美联储回击了与今天相同的很多反对请求。纽约联邦储备银行行长本杰明・斯特朗(Benjamin Strong)是那个年代屡创奇迹的一位央行行长。欧文・费雪(Irving Fisher)，一个重要的稳定价格的倡导者，是一位享有很高声誉的经济学家。在 1928 年左右，费雪对斯特朗说："我愿意信任你去做稳定价格水平的工作，不会有任何立法指令。但你不会永远活着，当你死去的时候，我担心这项工作也会随你而去。"大概 75 年之后，格雷格・艾普(Greg Ip)在《华尔街日报》上写道："一旦格林斯潘离开，美联储将如何运转？这是一个日益紧迫的问题。"

战前的金本位制再也没有回归，在 20 世纪 20 年代，纽约联邦储备银行更多地用货币计量口径而不是货币的黄金流通来作为政策的向导。美联储的这一支柱已经承受太多。大萧条击垮了其他的支柱。在 1932 年，《格拉斯—斯蒂格尔法案》第一次授权美联储可以从前被禁止的担保品为抵押来放贷，包括有风险的政府债券。在 1933～1934 年间，国家的黄金储备由财政部收回，"集中化"地归入联邦储备系统。价格也从 20.67 美元上升至 35 美元一盎司，这笔收益成为催生外汇稳定基金(Exchange Stabilization Fund)的种子，该基金算是财政部自己的小金库。(通过兑换金条，美联储得到了在今天的资产负债表中价值 110 亿美元的"黄金凭证"。)

美联储被赠与广阔多样的行为修正政策工具，包括在 1933 年，控制定期存款利率上限的权力和规定保证金要求。在 1935 年，美联储被给予了设定准备金要求的权力。他们如今加倍了准备金要求，因为 1937～1938 年之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的讨厌的经济不景气开始强烈要求家长制权力，这是先发制人的一击。

该系统在一个完全不同于它原来被建立的世界中庆祝了它的30岁生日。引述凯恩斯的话，金本位制已经僵硬、过时了，并且贴现窗口功能失调了。随着美国加入第二次世界大战，美联储再次应征采用赤字财政。它购入所有0.375%利率的90天期国库券、所有0.875%利率的1年期国债，以及所有2.5%利率、超过25年期的国债。通过这种方式，美联储使收益率曲线适合了社会的需要。为了不使这段历史看起来腐朽和无关紧要，格林斯潘在春季通货紧缩恐慌时曾试图用这些方法来振兴经济。

不是每个初始创建者的意图都从中央银行操作中被抹掉了（对于曾经的美联储，在新政下，变成了一个传统、集中的中央银行，不再是一个联邦银行）。真正的傻主意被保留了。在1946年，为了先发制人地打击战后股市投机，美联储将保证金要求从40%提到100%。投机者立刻受到了冲击，道—琼斯工业平均指数同样受挫，那一年下降了13%。

但1946年的大新闻则是《就业法》，它承诺联邦政府要实现最大就业率、生产力和购买力。在货币政策上，该法案没有带来直接的变化：美联储仍然是财政部的带着锁链的奴隶。然而，它比以往任何时候都更清晰地表明，将来会由美元的价值而不是经济来调节国际失衡。无论如何，《就业法》清理了任何剩余的关于衰败的难以接受的问题。《就业法》的精神甚至仍体现于联邦公开市场委员会指令。“委员会认为，总的来说，通货膨胀的风险已低到不受欢迎的程度，这一点仍是未来可预见的首要问题，”10月28日的指令这样说道，“在这种情况下，委员会相信政策的调整可以持续相当长的时间。”

快进一下此后的历史，我们会看到，迄今为止，美联储已经历了大通胀的袭击，以及前主席保罗·A.沃尔克(Paul A. Volcker)对此勇敢、成功的反击。把屏幕定格在1987年10月19日美国股市的“黑色星期一”，以及美联储次日的政策声明：“美国联邦储备委员会一贯履行着其作为国家央行的职责，已宣称准备好流动资金来支持经济和金融系统。”在这看似平淡的声明背后，正如马丁·迈耶(Martin Mayer)在其《美联储》(*The Fed*)一书（此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



书是 2001 年的一本必读物)中指出的，中央银行采用说服的权力迫使华尔街履行扩大对市场流动性不足的证券交易公司进行救助。据迈耶说，美国信孚银行(Bankers Trust)就是在纽约联邦储备银行主席 E. 杰拉德·科里根(E. Gerald Corrigan)的施压下，乖乖借出了流动资金。"科里根还积极接触了其他银行。"

美联储出台了一系列稳定市场、抑制恐慌的措施：1991～1993 年的货币扩张政策，本意是支持美国银行系统，结果却受到无远见的地产借贷所累而遭到打击；1995 年与财政部协同干预由比索贬值而引发的损失(从美国这方来说，此次干预由上文提到的外汇稳定基金提供资金，而该基金正是 1934 年黄金充公的恶果)；1998 年，其主要措施是，在长期资本管理公司危机中令人吃惊地将联邦基金利率降低了 25 个基点，这一示意如此天真，以至于 10 月 15～16 日引发了股市中以期权购买的高潮。"固定资产市场和股票市场都表现出空前的对联邦储备建立的安全网的强大的依赖性。"迈耶如是评论道。

我们现在能够提出的证据，就是对迈克尔·伍德(Michael Wood)所撰写的一部关于经济预测的书《通向德尔菲之路》(*The Road to Delphi*)的评论。该书今年出版。这篇评论的作者克里斯多夫·梅尔(Christopher Mayer)是一位银行家。他指出美联储主席就是所谓的预言家。他写道："伍德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这本书显示了我们对预言家的附庸也像别的事物那样具有机制模仿性，它帮助我们应对伴随着这种状态的不可预知的未来、恐惧和希望。如伍德所写，'希望和恐惧的权衡对人来说是不变的，预言家则是这种希望和恐惧中的重要组成部分'。格林斯潘忽略了自身浅显的知识欲使矛盾更加缓和，它的存在满足了人们心中对否认的渴望，用伍德的话来说，坚定和自信在人类的生活中是典型的，至少是可以有效利用的。"

客观地说，格林斯潘应该失去权力，而不是获得权力，他主持着一个为以银行为中心的世界建立的机构，然而，这是证券市场的时代，他象征性地在一段金融时期主导了印刷媒体，在此期间印制了更多的美元(比如，发放了更多的贷款)，已经让美元失去了一些宏观的经济调控效力。然而，他仍然是主要的预言家，声称世界的确需要"坚定和自信"，希望如此！

在格林斯潘任职期间，美联储已经逐渐发展成为一种国际性的金融消防部门。它不仅充当着"最后贷款人"，也是首要的危机控制的协调者。美国国会的不作为导致了美联储拥有这种职责。但是，在出现投机所导致的金融事故时，美联储起着如此重要的作用，以至于它很可能不能远离下一个金融事故，即使它想远离。它必须不断地设法弥补经济漏洞，即使像在1998年10月，几乎没有人意识到漏洞出现在何处(马丁·迈耶声称，引起格林斯潘调低基金利率的直接因素是国债市场的不流通，这件事既没在《纽约时报》也没在《华盛顿邮报》上报道)。

重复的和可预料的介入行为不能起到作用，而只是改变了态度。美联储为了避开灾难所采取的手段越值得信赖，投资者就会变得更加大胆和杠杆化。投资者变得越大胆，市场利率会变得越高。价格越高以及杠杆率越大，金融事故就越容易产生。(不管是对哪一个环节的反应，当然，美联储都会干预。)

1%的基金利率就是那些干预措施所产生的利率后遗症。但事实上，利率不会持续走低，它不会降得太低。等到下一次金融危机爆发时，金融消防部门为了获得资金会做些什么呢？规定今年的国债收益率？从航天器上撒钱下来？因为我们相信，另一次金融危机会到来(只是时间上不确定)，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期看跌美元，同样，我们长期不看好债券。

在 1991 年，通过了《诚实储蓄法案》，该法案用来保障美联储保护美国的储蓄人防范欺骗性广告。然而，在美联储对金融市场长达 12 年的及时介入后，储户赚取的利率低得几乎没有什么值得欺骗。对投资者救助所导致的意想不到的后果因此成为了储户的悲剧。美联储的任务不会改变，它们驰骋在未经规划的方向上。

债券：下一代

2004 年 6 月 4 日

债券市场周期具有纪念意义并且确实是划时代性的。在 19 世纪的后 40 年中，美国债券市场收益下跌，到 20 世纪头 20 年回升。但 1920～1946 年间收益再次下降，1946～1981 年重新上涨，1981～2003 年又回落。现在我们坚信，债券市场收益将再次回升。假如过去的只是序幕，那么未来很长一段时间都将是增长的。但紧接下来的将是逐步展开的债券熊市的突然预演，假如周期性持续正确的步伐，那么随着 10 年期国债收益率达到 3.11%，这将开始于 2003 年 6 月 13 日。

债券收益伟大的周期性是由伟大的事件描绘出的——至少在发生之后，这些事件显示出了决定性作用。因为内战让位于和平和通货紧缩，19 世纪的后 40 年收益率下跌。1899 年左右，男性在阿拉斯加和南非沉醉于淘金，考虑到当时的货币安排，这种行为就等于是在造钱，所以收益率再次上涨。在 1914～1920 年战争致使通货膨胀减轻阶段，利率持续上涨，并在 1920 年达到顶峰，但在接下来的 25 年里再次回落，甚至是在第二次世界大战中美联储调控或者说将收益率“钉住”的时期。直到 1946 年，在通过《就业法》的那一年，利率才达到谷底，而联邦政府也就此开始应对长期以来的不景气和失业状况。在接下来的 35 年里，债券市场收益率达到了一个让任何了解利率历史的人都惊叹的新高度。在 1981 年没有转向牛市的乐观事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件发生，而收益率最终达到顶峰：债券市场带着后来居上的高额利润（以及最优惠利率平均几乎达到19%）是它自身行情看涨的促进因素。接下去的22年里，收益率继续随着通货膨胀率下跌。新的空头市场即将迎来新生。

在伯克希尔·哈撒韦公司上个月的会议上，沃伦·巴菲特指出，在联邦基金利率为1%的情况下，钢铁价格绝不可能大幅上涨几个百分点。而现在，他不得不收回他当日的论断。但是，一如既往，没有任何明显迹象表明这一切的到来。在经济运行过程中，一个漫长的轮回已经结束，新一轮发展即将开始。回顾过去，我们试图从中发现二者的分界线。洞察力不仅依靠我们的所见，而且包括预期。对于那些固定收入投资者，过去23年里的投资经验使他们深信牛市行情的持续，市场将这一信号传递给其他的人。而这就是人的本性：当市场传来商品价格警示信号或是“定价权力”回归时，熊市便爆发了，它通常会持续几代之久。（换句话说，美国科学情报研究所认为，密歇根大学上个月的民意调查显示，对银行利率上涨的信心在消费者中获得了至少14年以来最高的支持率。）

利率市场是一个长期市场，美国经历了150多年的经济兴衰更迭。没有理论能够解释这一原因。通货膨胀和通货紧缩也是如此。自19世纪末以来，货币体系也每几十年就会遭遇一次调整。可能的情况是，技术和创新——金融衍生品激进的中央银行管理、电子交易和基金转换等——加快了经济周期的节奏。这些我们都无从得知。但我们并不这么认为，对此的猜测仍是研究的论题。

根据学术标准，我们将这些论文印刷出版。西德尼·霍姆（Sidney Homer）和理查德·希拉（Richard Sylla）在1991年第三版《利率史》（*A History of Rate*）一书中，拒绝就“10年前就已开始的牛市是否是一个世俗意义上的牛市，还是别的什么”这一问题发表评论。它曾是一个世俗意义上的牛市，但现在我们已经读到它的尾声了。

我们如何知道一轮经济周期的结束与新一轮的开始？被预言的熊市又是如何符合常识标准的——也就是说，符合可见与合理的事实？我们现在就能提供答案。但我们要先问一个问题，并立即解答这个问题。《格兰特》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其存在的 20 多年里的大部分时间，都拒绝尝试预测短期和中期利率的震荡。我们曾抗议说，这做不到。因此，有好奇心的人会问：是什么使得我们认为自己能够预测以后的 20 年？我们的回答是，如果债券市场仍然有长期趋势，如果牛市结束，那么 20 年的预期是合乎情理的。我们相信这些事情会发生，料想收益率会无穷无尽地增长——实际上，比无穷无尽更无穷无尽。对于接下来的四个星期、几个月，或者几个财政季度，不要问这一问题。

我们说，大周期是被大事件打断的。我们能很容易地说它们是谬论。上一次牛市开始于 1981 年收益率飙升——美联储当时的主席保罗·A. 沃尔克(Paul A. Volcker)实行了一种注定导致通货膨胀的货币政策，两年后收益率上扬至接近 15%。更出人意料的是，大约在沃尔克减缓经济增长势头的 5 年之后，收益率在 1984 年仍高达 13%。固定收入投资者没有对这些增长视而不见。他们只是没有看见而已。他们看见的是三维成像的过去。

就如对通货膨胀的恐惧将收益率拉到了 1981 年的高峰，对通货紧缩的恐惧也将收益率推进了 2003 年的谷底。然而，这两个周期也不是非常对称的。区别在于，20 世纪 80 年代早期的通货膨胀是一个既成的事实，而 21 世纪初的通货紧缩仅仅是一个理论。公平地说，这个理论是用世界上最重要的中央银行家的威望编织而成的。

在债券价格冲顶一周年的前夕，回想起债券市场是借着政府的翅膀腾飞这一事实是很有用的。从 2002 年末开始，资深的美联储官员就不断重申他们降低利率以提升通货膨胀率的决心。“如果资产价格没有被高效地调整以刺激消费，”联邦公开市场委员会秘书文森特·莱因哈特说(这句话被 2003 年 3 月 25 日的彭博社引用)，“那么，公开市场大量买进长期国债也能降低长期溢价”。艾伦·格林斯潘明示说，如果美国的物价水平下降，政府将像它在第二次世界大战中做的那样，再一次毫无顾虑地去限制债券利息(从而有效地使被视为美国资本主义骄傲和快乐的资本市场社会化)。那些中央银行家们，虽然他们很没有诚信，但他们不是傻瓜，他们担心的不是每天的低物价，而是在严重的杠杆经济下持续降低的价格所造成的金融后果。

国际清算银行——中央银行的银行——在一个拥有僵化的劳动市场和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表的典型的现代经济中，允许采取措施来将通货膨胀恢复到一个正确的位置。“在极端的情况下，企图限制某些价格，比如汇率，可能会使人满意”，2003 年国际清算银行年度报告说，实际上，很多国家在两次世界大战间已经通过货币贬值避开了通货紧缩。

按照定义来说，在债券市场，一次投资在一生中只会经历一到两次投资趋势的反转。同样按照定义，趋势在即将达到极端的高点或者低谷时是最强有力的，也就是说，具有最强的社会影响力。因此，当大部分投资者本来应该向前看却都向后看时，我们不必感到惊讶。“当第二次世界大战结束，”霍姆和希拉在《利率史》中写道，“有些人认为国债利率不应该始终为 2.5%，或许 2.5%的利率再也不会出现。因此，1945 年，第二次世界大战结束后，最后一次发行 2.5%利率债券所获得的认购额达到了 200 亿美元。财政部确实停止了发行新债券。”“这是 26 年债券牛市的一个波峰。”

当 2003 年的证券市场到达最高点位时，投资者已陷入错觉的标志有哪些？举三个例子：(1)绝对低水平的利率；(2)相对于通货膨胀而言的低利率(以及在企业市场，相对于信贷风险而言的低利率)；(3)几乎不可抗拒、不计数量地投资于债券市场的渴望。“投资者们就是没办法坚持看空，”一年前《华尔街日报》引用一位债券投资者的话说，“这太痛苦了。手里攥着现金的代价实在太大。”我们在此强调购买债券的冲动，是因为美联储一直在债券市场这个拥挤不堪的大剧院里大吼着：“买！”我们认为，格林斯潘等人用 2.5%的 10 年期国债收益率诱惑市场，他们应该为最后这 50 个左右的基点负责。想让 10 年期国债收益率回到 3.11%，美联储需要一群更具说服力的演讲撰稿人，或是一场货真价实的通货紧缩危机。

在牛市到达顶峰时，对于熊市即将到来的信念被完全颠覆了。因而，在 20 世纪 80 年代早期，给自己定位为利率将继续上升，看起来是一种明智之举。在 21 世纪初的几年，人们做好对利率持续下跌的准备，似乎是谨慎之举，至今仍旧如此。当经济史学家阅读格林斯潘主席强烈暗示购房者选择可调利率抵押贷款的文章时，会眼前一亮(在 2 月 23 日发表)。并且，人们接受了这种暗示。在 5 月 21 日的那一周，可调利率抵押贷款申请量占总贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款的34.6%，是历史上周可调利率抵押贷款申请量最大的之一。

1946～1981年的债券熊市是时间最长，也是程度最严重的一次——从熊市开始到结束，收益率为2.5%的30年固定期限(constant maturity)国债持有者损失了本金的83%——但此事或许能给我们指明未来的道路，也或许不能。听听霍姆和希拉对这次20世纪第一场熊市的描述："债券第一次价格下跌发生在1899～1907年，跌幅巨大，约占下跌总量的一半，但为期9年。"他们写道："第二次发生在1907～1917年，这段时间内价格波动较小。最后一次发生在1917年1月至1920年5月这三年间，其间价格跌去了23.6%；自美国内战爆发的第一年后，市场已有56年未曾遭遇过如此跌幅。最后这次暴跌与英美1812年战争(the War of 1812)末期因士气低落而导致的政府债券市场下跌十分相像。"但这段21年的苦难经历对债券的价格和收益究竟造成了多大的"损失"？在收益方面，原本3.20%的收益率升至5.56%；而在价格方面，以一只收益率为3.25%的30年固定期限国债为例，总计为34.5点。这种表现在金本位制下被视为"不稳定性"，那时还没有对冲基金这个概念。

我们之所以说一个漫长的债券熊市即将开始，是因为一个同样漫长的债券牛市刚刚结束。这种观点是否符合常识？是否有事实依据？许多人可能对它翻白眼。他们会说，《格兰特》在搞神秘主义。不管利率在过去的表现是什么原因造成的，在新千年里，它必然会受到某些新鲜因素的影响。这一新事物就是被精细划分的全球资本市场机制。大多数人认为，如果债券收益与通胀率趋势相同，那么收益将继续下跌。央行监管通胀率，资本市场则监管央行。

美国联邦住院保险信托和联邦补充医疗保险信托基金(the Federal Hospital Insurance and Federal Supplementary Medical Insurance Trust Funds)理事会最近新出了一份报告。《格兰特》推荐所有头脑清醒的人都去阅读一下。该报告预测说：因为婴儿潮一代(1945～1960年，第二次世界大战后生育高峰出生的一代人)自2010年起将加入到老年医保体系当中，这样的话，今年一无是处的联邦财政状况到了明年只会变得更糟。财政灾难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐现端倪的迹象是，在一年时间内，该理事会就将医疗保险信托基金（也称国家医疗保险的 A 部分，用于老年人和残疾人）"资产耗尽"的时间从 2026 年提前到了 2019 年。在政界内，迫在眉睫的资金缺乏被称为"权利缺口"。此缺口可以由增加税收、削减保险金以及开动印钞机等方式予以填补。哪种方法更容易，我们心知肚明。

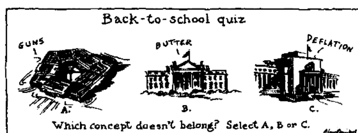
在名义利率很低的情况下，国债期限的持续缩短这一现象从表面上看虽有些问题，但对美国的国债购买者来说可能是一件好事。康涅狄格州民主党参议员约瑟夫·莱贝尔曼（Joseph Liebermann）在 5 月 25 日的《金融时报》上写道："铺天盖地的医疗改革报道中隐藏着一个更为令人震惊的事实——美国政府即将破产。"但《格兰特》对此的看法是，美国政府正处于信用危机中没错，未来的信用评级下调也的确会使美国国债产生更高收益；但除了这两点以外，其他一切照旧。

因此，在猜测未来熊市成因的游戏中，至少有一位嘉宾给出了答案——艾伦·格林斯潘在今年 5 月 6 日的一次演说中讲出了大堆综合理由、借口和刺激因素。大师评论说，美国经济"近年来做出了许多创新之举"，然而这些莽撞的举动却并未对美国经济造成什么危害。"我们美国，"格林斯潘继续说道，"一直都在遭受大规模的贸易赤字，国际收支经常项目赤字已占美国国内生产总值的 5%。然而，尽管美元最近一直下跌，但它的实际交换价值仍与过去 20 年来的均值十分接近。与此同时，美国接二连三地遭遇危机，比如 2000 年的预算结余，以及今年国会预算办公室（Congressional Budget Office）的预测结果——本年度经常项目赤字将占 GDP 的 4.25%。此外，鉴于婴儿潮一代即将退休这一不可避免的事实，尽管会面临极大的财政挑战，我们还是向年老市民作出法定承诺，保障其医疗保险。然而，现在 10 年期中期国债的收益率仍维持在很低的水平。"

从主席讲话的字里行间，我们察觉了他对未来美元熊市的默许。他指出，为了追求"相对回报率，如此大部分的世界储蓄能迅速转入美国"，这就是"国际适应性"的明证。所以，外国人卖给我们商品，我们付给他们美元，大概是皆大欢喜，但好景不长。"然而在某一时刻，"主席继续指出，"面对资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产组合中大量集中的美元资产，无论是官方还是私人的国际投资者都会不顾美元资产回报极具竞争力这一事实，转而开始寻求多样性。久而久之，这种转变会导致美国经常项目赤字的收缩，以及相应的其他国家经常项目盈余的收紧。”因此，可能导致未来美元熊市的原因又多了一个：现在仍忠诚于美国的外国债权人为平衡投资组合而卖出美元和以美元计价的证券。



可能造成熊市的原因还少不了这一项：对错误货币政策的投机。本·S. 伯南克给了我们这种机会，据《华尔街日报》5 月 21 日的报道，所谓“既不会刺激也不会限制经济活动”的“中立联邦基金利率”已经高达 3%～4.7%，比目前普遍的 1%利率要超出许多。美联储打算如何回归中立？该机构回答说：这需要时间。

事实上，“渐进主义”(gradualism)是伯南克在 5 月 20 日所作演讲的题目。在演讲中，他解释了为何美联储在采取措施时要像幼儿一般一小步一小步地谨慎前行。这当然是该机构从前的一贯风格，其中以 1989 年 6 月至 1992 年 9 月间实施的 24 项措施最为著名，从此一举将联邦基金利率削减了 675 个基点。为了支持渐进主义，伯南克不仅援引了经济学方面的最新成果，还用高尔夫球技术来打比方。比如，他曾将固定联邦基金利率比作高球中的轻击技术——不能一下子用力过猛，而要徐徐图之。

一位医生朋友质疑道，且慢，高尔夫球的比喻妥当吗？美联储倒更像一个为病人注射镇静剂的医生。而现代医疗的“疼痛管理”中，最受认可的方式不是渐进主义——让病人一点点加大剂量，而是与之相反的“进攻型”给药。后者的理论基础是，我们这位医生解释道，“疼痛的路径是双向的，也就是说，痛觉刺激能被传入大脑，大脑也能自行释放出痛觉信号。试验证明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对疼痛的恐惧可以让人产生真实的痛感。同样，这也解释了为何安慰剂——让原本没病却坚决认为自己患病的人当成真正药物服用的一种无害物质——也能展现出巨大的治疗效果”。

“疼痛路径”也适用于华尔街，当然在金融领域该路径还是双向的。对疼痛的恐惧——担忧新一轮的美联储紧缩周期——也的确已经为债券市场制造了一些痛苦。伯南克在演讲中公开表明对此感到高兴：“我们可能不再需要大规模地进行与紧缩周期有关的金融调整。”

然而，《格兰特》十分怀疑美联储会终结这种自我管理的紧缩周期。而且随着美联储提升基金利率，它会重新发现我们的医生以下说的都是事实：“研究表明，痛感神经能发展出一种自我刺激机制；也就是说，在长时间使用一种刺激物之后，神经对该刺激就可能不会产生痛感反应了。”

华尔街的神经，也会因这种“刺激治疗”而变得迟缓。下一个宽松周期到来时，超低联邦基金利率这种“鸦片制剂”可能会不如以往灵验，这也在情理之中。“吗啡与其衍生品无疑是缓解疼痛最具效力的药品。”我们的医药界人士解释说。但这里有两个问题：(1)容易上瘾；(2)效力递减。“几乎每个此类药品的使用者都会增加对该药品的耐受性，或者感觉药效下降。实施麻醉剂的小鼠在 12～24 小时后就会出现耐受性。”

至于在债券市场打转的“小鼠们”，《格兰特》相信他们的痛苦一直没有得到很好的治疗，多年来饱受折磨。但好的一面是，他们有能力缓解自身的不适。随着熊市周期的展开，《格兰特》对他们的建议是，购买短期债券，卖掉刚刚止跌反弹的债券——还有，别轻易吞下由央行开出的药片。

我们的医疗顾问还要最后打一个比方。与医生不同的是，中央银行家无法知道他们是否正在杀死“患者”。医生还可以通过解吗啡注射液来缓解吗啡过量，而美联储只能用更高的联邦基金利率或进行市场可以容忍的安抚性演讲，才能缓解过量刺激货币政策带来的麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　货币的篝火

纸老虎

1999 年 5 月 21 日

上上个周五，英国“伏击”了黄金市场，使得现代央行的“威望”再创新高。在没有任何事先警告的情况下，女王陛下的政府宣布出售其超过半数的黄金储备，以前称为“珍宝”。市场先生没有卖出货币，而是选择出售了其背后的抵押品。英格兰银行，这位“英镑的守护者和捍卫者”，应该对此感到脸红。金块价格的暴跌变成了该银行最无法承受的“恭维”。

作为世界上最古老的货币，英镑在本世纪已成为最易“变质”的货币之一。无论以黄金价格还是英国国内价格来衡量，英镑都在贬值中。借用英国作家吉卜林的话说，英镑的贬值未遭遇到“任何阻碍”。然而，现在全世界却都准备要宽恕英国央行了——这不仅证明了全球债券市场正逢牛市，实力强劲；也证明了人类拜上帝所赐其实是健忘的物种，连有钱人也不例外；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还证明了通货紧缩的存在，或更确切地说，是人们对通货紧缩极度畏惧心理的存在。在日本，银行股的表现暗示着一场致命的金融崩盘已经被避开。现在 2 年期国债的收益为 7 个基点(再说一遍:7 个)。

有些读者威胁说，如果《格兰特》继续话里话外地宣传无利可图的金本位主义(gold-bugism)，他们就会取消订阅。为了安抚这些读者，《格兰特》不会自己来说明“金银价值相对稳定”，或是“货币资产的时尚周期”(cycles of fashion)，又或是“任何一种受管理的通货(managed currency)都会随着时间的流逝而自我毁灭”——这些明显而必要的事实。相反，我们会引用其他权威人士们的观点来证明(再要抱怨的话就去找他们)。比如，资深金融记者克里斯托弗·法尔兹(Christopher Fildes)在 5 月 15 日的英国《观察家》(*The Spectator*)杂志上写道:“直到 1931 年，1 英镑的纸币还能同英国的沙弗林金币(gold sovereign)相提并论。而现在 1 个金币的价格是 41 英镑，原本不分胜负的比赛现在以一方的遥遥领先而告终。”

此外，纽约凡埃克机构顾问公司(Van Eck Institutional Advisors)的哈里·宾厄姆(Harry Bingham)在最近一次对货币历史的概述中指出，“先令”并非一无是处:

大约 300 年前，英国的艾萨克·牛顿用黄金和白银定义英国英镑。那时 1 英镑等于 1/4 盎司黄金或 1 磅纯银……除了在拿破仑战争时期，以及 1 个世纪后与德国交战时期，英镑一直都能维持金银本位制。直至 1931 年英国正式拒绝以英镑纸币兑换黄金，该制度才宣告终结。现在，1 英镑等于 1/170 盎司黄金，或等于 1/3 盎司(注意不再是“磅”)纯银。它也是唯一一种存在时间长达 300 年之久的纸币。

黄金在近 20 年的熊市中一直承受着不公正的待遇，但其受到虐待的程度远比不上市场现在对几乎所有货币所表现出的、毫无“门第之见”的宠爱程度。或是英国社会民主已翻开新的一页，或是长期以来致力于扶植“纸资产”(paper assets)，打压黄金资产的市场先生正准备改变主意。我们坚持后一种假设，尽管我们也认同《格兰特》一位读者的观点:金价不会因为人们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指令而上涨，而是在其状态良好或做好准备时才会上涨。

然而，我们还是禁不住要评论一下，各国央行在竞争黄金时所表现出的素质均不值得一提。拿英镑来说，凡是知道一点英镑历史的人在 1999 年都不会把该货币放在眼里，因为那一年不仅正逢 1949 年英镑历史性贬值的 50 周年，还是 1964 年“英国支付危机”的 35 周年。在 1964 年的时候，人们都盼望英镑能在 1967 年贬值——此次贬值与 1972 年和 1992 年那两次浮动贬值(float-cum-devaluation)性质不同，这使得第一届哈罗德・威尔逊(Harold Wilson)政府的一位经济部长灵感突现，将英镑贬值归咎于“苏黎世银行家们”对英镑的投机。英国工党以实际行动证明了他们并没有说空话，政府在 1966 年以 35 美元 1 盎司的时价售出1 356吨黄金，占其黄金储量的一半还多。

事实上，现在不仅仅是工党(或称为“新工党”)，连银行家们乃至连非银行家们也都憎恨黄金。(目前，《格兰特》仍将大多数看涨黄金的人计算在憎恨黄金的多数派之内——我们有自己的判定标准。)不过，这种古老的货币金属目前所处的困境对我们颇有启发。金块所创的新低与日本政府债务证券的新高一样，都是时代的标志。(上周，日本 1 年期国债拍卖被超额认购了 13 倍还多；该证券定价为 0.049%，现已升至 0.035%，表现出优秀的发展“势头”——如果不用“价值”这个词的话。)我们认为，金块和债券共同构成了一次最高级别的“金融史反常事件”。两者的“携手”迫使市场中的人们面对这样一个周期性反复出现的问题：“这次是真的要变天了？”至少以下变化是真的：随着欧元的边缘化(本文并未做此预测)以及日元的疲软，美元已成为世界上唯一被普遍接受的金融资产。就好像可口可乐终于踢开了老对手百事可乐一样，美元现在已获得了其他所有货币均未曾获得过的地位——它能在印钞机上被高速复制且成本接近为零。(可以说，英镑在其全盛时期曾经和现在的黄金一样重要，但看看它现在的处境。)

放弃金本位制符合英格兰银行的一贯性格。我们的老读者可能还记得，在拿破仑时代后期，英格兰银行就迟迟拖延着不愿恢复英镑的金本位制(此事真的只是发生在 190 年前吗?!)。几个世纪后，所有的央行都在努力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"好吧，你看上去就好像一张面值10亿的美钞。"

完成双重使命：运行健康的货币政策，并维持银行生计。在正式的金本位货币体制中——没有哪个央行能一直维持该体制——黄金不仅成为货币的抵押担保，还缓和了银行信贷的增长。这两种功能在后金本位制时代被极度怀念，因为现在最强有力的牛市催化剂是缺乏监管的银行信贷扩张。然而，金块并不能带来收益(根据定义，金块和一张10美元的纸币一样都是钱，或称为"现金"，并不能产生收益)。即使是信奉金本位制的央行，有时也会希望金库里能少点金块，多些能带来利润的证券。

因此，当前的新问题并不在于国家的金块管理者们要出售黄金这个事实，而是在于此举动竟没有引发太多的反对意见。实质上，人们在1999年毫无保留地偏爱货币并冷落金块，利率似乎与货币资产需求计算所得出的数值不大相符。当然，这种情况和1980年十分相像。那时人们对黄金的疯狂需求似乎是无条件的。也许你还记得，当时无论多高的利率也不能抵挡通货膨胀的大潮。(那么，现在日本的利率应当多低才能抵御通货紧缩呢？不要用日元计价的收益曲线判断。)

如果说央行在20年前曾被人不屑一顾，那么今天的央行即使在许多不利的背景下——例如，某国政府公开决定贬值其货币(如英国和瑞士)，或是某国货币的现代史就是一部贬值史(如1931年后的英镑)——也受到了极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度崇拜。的确，目前日本央行(Bank of Japan)正遭到一致的批评。其利率崩溃可能是因为人们对日本央行的信任远不及对它的怀疑，认为它不能带来日本经济复苏。不过，一定还有人对该货币充满信心，以至于他们能够接受未来10年内仅1.25%的收益率。

英国承诺即将进行一系列的黄金拍卖，首场定于今年7月。英格兰银行会将此次拍卖的收益以过去半个世纪以来最低的利率进行再投资，此举可阻止以美国为主导的债券价格崩溃。如上所述，日本2年期国债的税前收益为0.07个百分点。想想看，按7个基点的投资回报率计算，投资的倍增时间(doubling time)几乎要1 000年(990.5年)，此类投资对我们来说没有任何吸引力。那么，投资日本国债的安全性如何？如果日本央行突然决定提高活期贷款利率(call rate)，安全性也没有多大保障。再从投资比例的角度看，金块借出3个月的投资收益略少于1.25%；实际上截至周一，每块黄金12个月的租赁率(gold lease rate)要远高于每张日本政府债券10年的收益率。

相比而言，德国10年期债券收益率为4.11%，几乎是非常丰厚了，而美国5.66%的收益率则更高。然而，在过去的25年里，这些债券收益率都算不上高。至于黄金，我们唯一能说的就是，实在没什么可说的。再创新低之后，黄金正遭到减记和注销。一位投资者朋友说，他最近以2美元/盎司的价格买入25万份黄金看涨期权，执行价格为500美元/盎司。他说，如果远期黄金价格跌到370美元左右，那么这些期权费用就收不回来了。他还指出，石油倒有可能在一年内增值约80%，但从期权市场的表面状况上看，黄金收益绝对无法在5年内增长30%。

爱德华六世在1549年促成了英镑贬值，但随之而来的是诺福克郡、德文郡和康沃尔郡三地的农民起义。在英国的财政状况经历了数年的战时通货膨胀之后，议会在1810年召开听证会，讨论纸币英镑购买力大幅下滑的原因。当廉价的白银在19世纪和20世纪之交意图取代英镑的金本位制时，代表债权人阶级的金本位制防御(Gold Standard Defence Association)出现了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述种种对英国财政部所公布措施的抵抗行为现在已不多见了。对金融观察家来说，目前显而易见的货币危机是通货紧缩，而不是通货膨胀。甚至一点点的货币升值都好像太过了(英格兰银行自去年秋天开始削减基本利率以来，贸易加权英镑指数已上升了4.6%)。又或者说，可能市场正在观察这些即时事件，以确定未来英国在欧洲货币联盟(European Monetary Union, EMU)的成员资格。如果英国加入EMU，英镑将成为过去，而英国则可以分享欧洲央行的货币储备。当然，通过英国政府的收益曲线来判断，此类事件正在发生。英镑曲线上的每一个市场利率都低于5.25%的短期贷款利率。全球债券市场也开始将英镑走势曲线纳入欧元曲线。

但现在英国仍然是英国，英镑仍是英镑，英镑比欧元更强势，这为英国的商业与货币机构敲响了警钟。在英国政府抛出"销售黄金"这颗重磅炸弹的当天，《金融时报》上的一篇报道具体阐明了这些机构的种种担忧。报道的开篇为："英格兰银行，即英国央行，昨天对英镑的持续反弹表现出了日渐强烈的关注，并指出如果英镑持续坚挺，央行将再次降息。"

报道的第四段谈到了基本的货币问题：

英格兰银行指出，如果英镑没有下跌，通货膨胀率可能不会达到既定的2.5%的年增长率。"因此，根据经济在其他方面的发展状况，可能需要进一步下调利率，以使通货膨胀按既定的轨道发展。"该银行如是说。

当然，这并不是唯一来自官方的货币政策观点。在本周一，英国央行副总裁默文·金(Mervyn King)也发表了鹰派的看法。《格兰特》认为，现在的主要事实是，英镑贬值是注定了的，唯一要确定的是贬值率(rate of decay)。

在英国宣布出售黄金后，世界黄金协会(该机构在此次交易中也有利害关系)的首席执行官福田花子(Haruko Fukuda)指责道："英国财政部已态度强硬地告知我们，此次黄金销售是一项政治决定。"不过，话又说回来，有多少货币政策不是呢？在此情况下选择持有低收益的货币，并以275美元的价格卖出黄金，此举已远远不是一种信任，而是一种信仰了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币——两害取其轻

2001 年 5 月 11 日

突然之间，联邦基金利率低于欧元计价的支点利率，美国两年期国债收益率低于德国两年期债券收益率。面对通货膨胀率上升，美联储放宽了货币政策。在疲软的经济压力下，欧洲中央银行同样保持着稳定的货币政策。相较之下，哪一个恶果比较小？

我们之所以说"小恶"，是因为我们不愿意承认任何一家央行，或任何一种受管理的货币是"大善"。对我们来说，纸币资产管理的长期成功希望不大，可能性极小。在代金券上敲上"法定货币"的字样。平衡不可估量的对货币的需求，而实际上供应却是有限的，仅能大致衡量。抛开黄金这支船锚，让汇率去浮动。提供稳健的财政政策和经济增长。这是一项艰巨的任务。德国马克——伟大的战后货币的成功故事——在布雷顿森林体系中充分体现了其优势，其中美元兑换成黄金而其他货币兑换成美元。美元自 1995 年就取得了辉煌的成就，依靠的不是黄金而是长期以来规模最大的股票牛市。现在，股市已没那么意气风发了，或许美元的地位也会随之下降。

一种观点是，一个健全的中央银行与其授权的广度成反比。我们对央行的期待越多，它成功的机会就越渺茫。美联储的任务是全方位的。粗略地说，我们期待美联储能为我们带来土地（"稳定的价格"）、月亮（充分的就业）和天空（一个具有偿付能力的金融体系，其中心是一个上升的股市）。当然，最近充分就业和具有偿付能力的金融体系一直列于政策议程的首位。对于美联储在这项不可能完成的任务上取得了成功的论断，《格兰特》的回应是，等所有周期性都被计算在内后再说。

我们先来对 4 种主要货币资产的风险和回报进行比较分析。除了美元和欧元，我们也分析日元和黄金。从美国的角度来看，我们提出的问题直接有效地引出了以下问题：作为美元的主人，仅仅拥有美元的风险究竟是什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么？它们违反直觉地有着高风险。尽管美国经济仍然是世界羡慕的对象，并且美元的收益仍然超过我们名单上的三个竞争对手，但货币基础正在发生变化。出于目前仍有待明朗的原因，欧元和日元可能有望获得货币市场份额。这种转变的根本原因是，人们已经确认了美联储的大言不惭。

《格兰特》大胆提出了这个被货币交易领域视为"百无禁忌"的观点。我们一直对 20 世纪 90 年代中期和末期新经济及其他公认的经济奇迹持怀疑态度，并且力图对抗这个伟大的美元牛市。我们认为欧元能替代美元成为一种国际储备资产。我们还相信，金条比任何其他货币都更具吸引力，至少强过美元。我们似乎很早就对一系列的经济误判摆出一副最厚道的面孔。

但我们坚持认为，国际货币体系过于重要，不能任由市场择时投机者们操纵。此外，激烈的辩论正在大西洋两岸蔓延。欧元牛市和熊市争论者们辩论着美联储和欧洲央行各自的优点和缺点：哪个货币当局更固执、顽固、不负责任和不够全面？这是一个势均力敌的较量，但欧洲央行可以声称其具有一个重要优势：它的任务比美联储的简单，其首要责任是防止通货膨胀。如今，美联储最关心的是压制、打击熊市和经济衰退。

大家都知道，金钱是一种价值储存以及交换的媒介。由于管理货币容易引起通货膨胀，预期的通货膨胀率比汇率的决断更加严峻。然而，比起在投机的时代，在不愿承担风险的时代，通货膨胀率更为重要。在 20 世纪 70 年代末，瑞士法郎的卓越表现要归功于瑞士银行家们的保守主义。以美元计价的股票在近 10 年来一直都有无可匹敌的投资回报，但在今天看来，一种货币所蕴含的价值越来越多地要依靠其成长预期。比较利率和通货膨胀率被认为只是作为达到目的的手段，最后才是全部的回报。能提供最高预期回报的货币——牛市假设被大量地应用于计算当中——才是具有高成长汇率的货币。

美元是增长时代的瑞士法郎。(我们说"是"，因为，正式来说，我们仍然处于这一时代。)25 年前，瑞士法郎为防范资产通胀的后果提供了保护。今天，美联储主席艾伦·格林斯潘自诩的声誉提高了美元的价值。在 20 世纪 70 年代初，瑞士政府为劝阻非居民投机者持有瑞士法郎而采取了负利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2001 年，美联储削减联邦基金利率，但并不是以阻止货币流入为目标；相反，目前的账户赤字（和世界支援它的意愿）仍是美国系统的核心。

当然，美元更是一种被狂热推崇的货币。它是面值卓越的国际计价货币，通过手手相传流向世界各地，并由唯一的超级大国的威信做背后支持。此外，在世界所有重要的中央银行中，美联储是最忍受不了通货紧缩的。沉重的债务将拖垮全球经济，压低价格，带来美元相对于商店购物手推车商品价值的升值，这些所有的风险现在也不是我们的首要风险。不过，这也不是一个小风险——数据分析专家格瑞格·韦尔登（Greg Weldon）经常在《格兰特》投资者网站（GrantsInvestor. com）上这样说。美联储在股市下跌时大哭。它将征用每一台印刷机来击败经济衰退。

这是一种美国独有的态度。欧洲央行似乎甚至不承认这一风险，即过度警惕于对抗物价的上涨可能导致价格下跌。日本央行对已经真实显现的日本国债通货紧缩采取了缓慢行动。如果不是最后的仲裁者，那么货币政策智慧的一个主要仲裁者是债券市场，并且这里的审判是喜忧参半。随着美联储四次中第三次将利率降低 50 个基点，美国国债的收益率曲线开始变得陡峭（比如长期收益率上升而短期利率下降）。说了那么多，这个国家的债权人会喊道："够了！"其他人——国库通胀保值债券的持有者们或通胀挂钩类债券（TIPS）的持有者们会保持乐观。事实上，TIPS 的价格意味着消费价格指数将上升不超过 2%。但回顾过去，你应该知道，在过去的 20 年中只发生过两次消费价格指数的增长低于 2%的情况：1986 年 4 月至 1987 年 1 月，以及 1997 年 11 月至 1999 年 3 月。

在澳大利亚、英国、加拿大和欧洲大陆，通货膨胀相关联政府债券的持有人也同样自满。在这些市场中，没有人担忧未来会突然上演通货膨胀，甚至对 3%或 4%的高通货膨胀率感到适度。然而，如果 TIPS 持有者实际上正在为通货紧缩的开始而贴现，这一担忧只是有选择地被认可。不仅美国的收益率曲线变得陡峭，在一群进攻型信用卡贷方的支持下，牛市仍然强劲（这并非是由通货紧缩的螺旋债务所带来的明显益处之一）。比如，第一资本管理公司（Capital One），报价为收益的 27 倍、账面价值的 6.5 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这么长时间以来得到的经验是，美国的通货膨胀是良性的，投资者已经忘记它曾经是棘手的。美联储通过重新把目光聚焦到实体经济来协同教唆这种失忆症（并请投资者重新调整他们的投资方向）。因此，《金融时报》的马丁·伍尔夫（Martin Wolf）在文章中指出，格林斯潘越来越少地谈及中央银行家们已经习惯发表的言论。在他最近三次出席半年度国会会议时，主席提到生产率 42 次，通货膨胀 13 次，货币和信贷则一次也没有提及。

当格林斯潘主义成为美国盛行的货币准则时，我们必须着眼于美国 50 个州之外的领域，寻求其他的货币操作方式。经典的中央银行学说认为，银行的问题脱离了工作日的商业活动，甚至从经济周期本身脱离开来，银行只要把钱保管好，其余的部分会自我运转。德意志联邦银行总裁恩斯特·韦尔特克（Ernst Welteke）最近提出，美联储和欧洲央行之间的经营理念存在巨大差别："货币政策并不是周期性的决策工具。在它的任务和战略方面，欧洲央行与美国中央银行有根本的不同……价格稳定为欧洲央行主要目的。欧洲央行可能永远不会与美联储辩护其最近的降息一样来通过引用市场和经济来为自己辩护。"欧洲央行首席经济学家奥特马尔·伊辛（Otmar Issing）对韦尔特克的观点做出回应，指出欧洲央行"微调经济和控制经济周期的空间已经很小"。

货币分会的兄弟们很少用这种语气互相交谈，但在传统的方法和干预主义的方法之间不是每天都存在这样一个明确的划分。同样，也许来自华盛顿的十分慷慨的免费意见咨询让欧洲人的背挺起来了。财政部长保罗·奥尼尔（Paul O'Neill）公开偏好欧洲的低利率。国际货币基金组织的首席经济学家迈克尔·穆萨（Michael Mussa）形容欧洲中央银行的放松货币政策为"不是不明确的"。《金融时报》在头版刊印了十字军东征，以示格林斯潘主义来到欧洲，报道的内容得到了穆萨的指导。他说，欧洲央行必须放松货币政策，"以帮助促进国际经济"。对欧洲央行的管理层来说，处理国际经济要做的是处理德国 2.9%的通货膨胀率，这一定是一种痛苦。

由于时间紧迫，按照退休的华尔街首席经济学家格特·冯·德·林德所说，每个"三国集团"国家都有自己的当务之急。日本人担心他们依赖于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进口(并且担心他们的出口能力),德国人担心通货膨胀,美国人担心失业问题。人们所担心的问题还没有改变。林德的最新建议是,欧洲和日本可能每年出于其自己国内的原因而要时刻准备捍卫各自货币的对外价值。因此,欧洲央行紧贴其4.75%的干预率,而日本央行抵抗日元大规模贬值的持续性需求。

不过要记住,林德补充道,不是中央银行在制定汇率政策,而是财政大臣和财政部长们。强势美元政策的倡导人是20世纪90年代的罗伯特·鲁宾。在这方面,欧元汇率目前从长期来看不利。尽管许多财政部长在制定着汇率政策,其实都是无效的。

1995年以来,美元汇率一直在上涨。由于与最大的牛市和最大的信贷扩张联系在一起,所以美元已升值。汇率与美国有史以来最大的财政赤字一前一后地提升(其中,经济学家表示,美国人非常荣幸地可以消耗的比生产的多)。去年,财政赤字达到了4 610亿美元,或者说是国内生产总值的4.6%。透析过去,我们可以看到,在20世纪80年代中期财政赤字就曾达到高峰,占国内生产总值的3.5%,那个时代是让人印象最深刻的美元熊市的外汇时代,接下来是著名的股市恐慌。“在全球的背景下,它以非常迅速的速度在增长,”瑞士信贷第一波士顿银行(Credit Suisse First Boston)驻美国的首席经济学家尼尔·索斯(Neal Soss)等人说道:“我们已经使用了超过80%的全球可自由支配积蓄。”相对应的是,正如索斯所指出的,美国人目前几乎没有一点自己的储蓄。

“不可持续”经常被用来描述一种趋势,该趋势是发言人或作家没有预料到的,并且他或她希望会出现逆转。我们已经套用了这句话来描述美元汇率,以及不断扩大的财政赤字一直所依赖的信用体系。很久以前,人们认为那样的环境会迫使财政赤字的国家提高银行利率,紧缩其成本结构,从而平衡外部账户。理论家几乎没有预期到的方法是,一个财政赤字的国家居然会降低银行利率并扩大贷款(要么是因为这些步骤,要么是无视它们),从而成为世界的投资圣地。实际上,美国第一号的出口物已成为美元了。

为什么外国生产商那么乐意把其货物换成美国股票和债券?最近让美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国惊讶的是，联合国人权委员会确认的原因并不是对棒球和苹果派的普遍喜爱，而是对依靠美国资产支撑的高回报的美元的需要，以及对美元将来可以有高额回报的信心。另外，世界对美国经济的弹性已经设想了一个潜在的升值。它可能会遇到麻烦，但由于美国人把他们的问题推向市场的意愿，它不会低迷很久。美元牛市宣称，在日本人和欧洲人意识到他们在同一条船上之前，美国将从经济低迷中退出。最后，世界上仍然存在信仰，相信会出现美国生产力增长的一个新时代。4 月 30 日 J.P. 摩根公司的《世界金融市场》评论道："美国生产率的良好表现，已经帮助推动公司利润占 GDP 的百分比达到 40 年来的最高点，尽管当前比较疲软，却极大地吸引了资金流入以支撑货币。"甚至赋予过分乐观的美国生产率数据以有效性——我们并不建议，即便是在周二第一季度生产力下降的新闻播出后，我们感到在顶部有泡沫在形成。

在并购活动中，自由女神像效应尤为盛行。因此，在 2000 年最后 3 个月，外国人获得价值 863 亿美元的美国企业资产，而美国投资者只购买了价值 28 亿美元的外国资产。在 2001 年头 3 个月，总额并非如此失衡：外国人购买的美国资产达 161 亿美元，而美国人在海外有 53 亿美元的债权。不过，来自美元牛市的消息是，即使外资收购美国资产减少也不会使美元汇率走弱。因为外国证券（用来支付美国资产的支付方式）的接收者正在做着任何顺势而行的爱国者做的事情：卖掉它们，换美元。

苏黎世的银行家们为神秘而感到骄傲。格林斯潘一系列的预言具有透视般的远见。但需要指出的是，人们也总是会说，世上并没有神一般的银行家，并且格林斯潘也只是一个普通的人。然而，美联储正靠着预言来执行货币政策。它试图调节国内生产总值，不仅仅是通货膨胀率，方法是提高或降低货币利率。在新闻发布会上发布对它上一次将利率降低 0.5 个点的解释，联邦公开市场委员会听起来像是一个合成物，即一个未实现社会主义的英国和未实现共产主义的波兰的经济计划代理机构。"英国投资一直延续疲软，"该委员会说道，"并且持续侵蚀当前和预期的利润，结合商业前景不断上升的不确定性，似乎会抑制资本支出。这个潜在的抑制，连同早期的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票财富减少，对消费和经济增长所可能产生的影响，以及国外增长放缓的风险所带来的可能的影响，正威胁经济活动保持令人无法接受的薄弱步伐。”

美联储抓住了市场漏洞，是一件好事，格林斯潘似乎认为，存在投机的气氛需要进行管理，比如基金利率。曾主管纽约联邦储备银行研究工作的斯蒂芬·切凯蒂充分适时地表达了他的惊讶之情。“今年冬天和春天放松货币政策的速度令每一个人都感到无比惊讶——在短短 3 个多月的时间里居然进行了四次减息，”他在《金融时报》上写道，“这份明确的紧迫感是前所未有的。”

现在显而易见的危险是，美联储主席也是人，也会判断失误。这在过去也发生过。也许，他(以及在这方面，对华尔街的预测共识)低估了这股力量和国内通货膨胀的持久性。也许，通过过度刺激，美联储将提高债券收益率和抵押贷款利率。也许，由于长期存在对美联储能够控制原本无法控制事件的能力的信心，格林斯潘将使美国的投资者更加大胆以及使市场陷入更大的损失。这些风险也许可以从阅读欧洲对美国政策的批评的字里行间推断出来。

当被《格兰特》的杰·戴蒙德(Jay Diamond)问及风险问题时，驻多伦多的弗里德贝格商业集团(Friedberg Mercantile Group)董事兼主要合伙人阿尔伯特·弗里德贝格(Albert Friedberg)回答道：“风险是外部和内部通货膨胀开始蚕食资金，即储蓄。风险是一种双面攻击。随着美国的通货膨胀率上行，内部的攻击已经开始。美国一直非常幸运，因为美元坚挺并且降低了进口通货膨胀的压力。当美元开始减弱，我认为我们将看到通货膨胀开始变得有点糟糕，因为外部通货膨胀即将开始。美元下跌 15%或 20%，在我们看来，这很有可能发生。”

戴蒙德提到，过去 5 年，美元一直是最好的买卖。弗里德贝格对此反驳说：“不是这样。好的买卖不是美元；好的买卖是纳斯达克，所以美元才如此强劲。直言不讳地说，你可以一直买入纳斯达克并且还大笔赚钱。然而，随着纳斯达克的通货紧缩，股票市场大跌，美元已经不再强势。”

那么，什么能取代美元？弗里德贝格像我们一样，更能确定自己的所恶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是所好。他说他正在买入欧元，但主要是用来对抗美元。他补充说，最近他已买入日元，"我们想在极其短促的时间里做得更好"。

欧元能行吗？"它正变得好一些，"弗里德贝格继续说，"我比较了各个中央银行发行的货币，显然欧元更好些。如果在那个中央银行的背后，在那个硬货币中央银行背后，将会有更快的经济增长和更连贯的财政政策，我会更加开心一些。当审视货币的时候，这些东西是重要的。"

日元的背后也没有不断增长的经济和连贯的财政政策。它没有提供任何有形的利率，美元的好处是显而易见的，但日元不是这样的。对日本资产的持有人来说，可得到的潜在的回报，在小泉纯一郎的新改革政府下，是纯粹的投机。然而，我们观察到，日本央行拒绝评论界的要求，不愿执行"激进"的货币改革(例如，贬低货币)。另外，高盛(Goldman Sachs)策略师松井凯蒂(Kathy Matsui)解释说，专业投资者正在功能上卖空世界第二大经济："人们购买日本的原因是他们害怕被减持。每个人都在增持欧元而减持日元。"对此《格兰特》要补充一句，全世界并没有减持美元。

欧洲老牌投行阿霍尔德与布雷希洛德合伙公司(Arnhold & S. Bleichroeder)基金经理兼第一雄鹰基金公司(First Eagle Sogen Funds)投资组合经理简·玛丽·埃韦亚尔(Jean Marie Eveillard)说道："每年我去法国度假两周，去年第一次碰到生活用品很便宜的情况，而此前在法国度假的费用一直非常昂贵。"美元牛市已持续6年，埃韦亚尔继续说道："牛市还能维持，但它已持续相当长时间了。"

现在，从今年年初以来，我们看到美联储印制了越来越多的钱。也许，消费价格指数正上升，美国经济正变得疲软，纳斯达克(1个月前)正在下跌。他们在担心什么吗？或者是他们忽略了20世纪70年代的教训？难道你不应适应上涨的能源价格吗？同样，每当我看到货币分析师和商人的评论，在我看来，他们是借美元上位，因为美元正在上涨。

"在基金方面，我们试图尽可能多地做到自下而上，"埃韦亚尔继续说道，"在我们认为正常的时期，我们有50%的对冲(指欧元风险敞口——由于基金的股东是美国人，他们是用美元来计算回报的)。只有当我们觉得有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的东西确实非常奇怪、怪诞或者有隐约的威胁，我们才会改变。目前，我想我们对欧元的风险敞口只有15%的对冲。我们认为欧元被低估了，并且也许会有所改变。如果美元进一步走强，它会是我们最大的痛苦。"

至于黄金，长达21年的熊市说明了一切，但它免受了更严重的屈辱。不像美联储、欧洲央行或日本央行，它不是政府的官方机构。它没有雇佣经济学家并且不进行任何预测。它不操控任何利率。尽管极不情愿，许多案例显示，它属于中央银行，它可以被随时出售或出租。然而，它无法被货币政策行为有形化。黄金是内在稀缺的资源。它的价值在于中央银行和财政部长之间对彼此能力的相互信任。它有它的位置。

对谷仓猛烈开火

2005年12月2日

新任美联储主席的名字就是"通胀目标制"的代名词，后来，它又和抵制通货紧缩和"直升机货币"联系在了一起。本·伯南克为此写了一本书。虽然他发誓追随艾伦·格林斯潘的脚步，对美联储公开市场委员会的政策制定谨小慎微，但通胀目标制还是在中央银行家和普通投资者之中蔓延开来。

当然，我们反对这个系统，它应当改革。现在的系统和即将形成的新系统都需要一个人——不得不是一个容易犯错的凡人——来冒险预言。我们都将处理未来的问题，但联邦政府先行一步。它调整了利率，想趁早改善预期。通过这项"改善"，中央银行家想让价格略微上调。通胀目标制实际上并没有在很大程度上偏离美联储之前的措施。然而，通过建立这样一个目标制，美联储公开市场委员会更加明显地显示了其对其他货币政策组织的信任。中央银行相信，它们可以掌控将来的事情。我们却认为，是未来掌控了央行的命运。

我们的逻辑可能会使投资者减少对债券和美元(实际上是一切货币)的风险敞口，转而投向非政府的价值储备。我们从两点简单的事实开始。第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一，中央银行家对现状的洞察力并不比我们强。第二，他们调控的资金是极不稳定的、危险的。纸质货币不可避免地丧失价值，而黄金货币又常转化为纸质货币。在美国和其他大多数国家，自1900年以来，货币的历史就是贬值。

世界对于货币的期待是如此之低，以至于"价格稳定"在今天被解读为一个正的通货膨胀率。2%或3%的通货膨胀率是许多通胀目标制中央银行家渴望的。一针见血地说，他们不过仰仗着投资者和政府的光环罢了。在过去10年，2.5%的货币贬值造成20.3%的购买力损失。当投资回报升高时，很容易忽视那些损失。而2000年投资回报背离了标准普尔500指数。从1998年至今，如果以经通货膨胀调整后的美元计量，标准普尔500指数的回报是平缓的。

货币是一项社会性的发明。正如其他的社会性发明一样，它并不完美：法律使得律师人数激增，语言被政客和证券分析师摆弄扭曲，婚姻造成了一定数量的离婚悲剧。2%或3%的通货膨胀当然也是不完美的，但比起反映价格变化的指数本身来说，还是小巫见大巫了。过去100年里，我们绕着通货膨胀、消除通货膨胀和债务紧缩团团转。恐惧、谩骂、争论四起，在过去的10或15年间，工业化国家的金融记录无比光鲜。

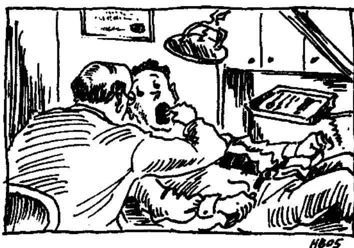
难道就不会更好了吗？引进——等待参议院的确认——伯南克和他的新计划。在2003年的一个演讲中，时任美联储理事的伯南克比较了通胀目标制和公制，他说，公制在美国以外被广泛应用，但它是域外的、难以渗透的、有潜在破坏性的。他指出，从20世纪90年代早期开始，一些先锋的中央银行，像新西兰、澳大利亚、英国和瑞典央行，已经制订了通胀目标制的计划，并且通常能达到预期效果。大多实行通胀目标制的央行都达到了比较满意的结果。伯南克说，通胀目标制是好的，最有力的证据在于，至少迄今为止，实行通胀目标制的国家中，还没有一个放弃这项措施。

除了通胀目标制以外，还有其他因素影响了实行这项政策的央行。最有力的证据可以从伊恩·麦卡利(Ian McCulley)的图中看出。这里所说的央行中，2/3实行了通胀目标制，剩下的1/3伯南克希望引入通胀目标制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果曲线图上没有标注，你看得出哪个是没有计划通胀目标制的吗？

由于通胀是一个滞后的经济指标，一个金融业的神枪手必须瞄准未来。这样做要解决几个实际问题。首先，选择使用什么通胀指数？还有，怎样采取控制？在美联储的案例中，怎样同时应付“价格稳定”、“金融稳定”和“保证就业”？这些词汇意味着什么？什么样的价格是“稳定的”？稳定是永远的追求目标吗？当中国和印度将全球供应曲线压低（指的是贸易货物和贸易服务的价格降低），也要求稳定吗？对于最后一问，我们说“不”；在那些情况下，“稳定”是央行捏造的幌子，想让价格水平上升。也许，这些井喷的钱滋养了全球的债券和房地产牛市。在金融领域，房地产牛市和“通胀”有什么区别吗？答案是：房地产牛市不用在央行目标的指数上注册（在美联储的案例中，没有明显的目标，但有所监控）。



“喂，我愿意出 1 万美元买你这颗金牙。”

前美联储主席劳伦斯·H. 梅尔（Laurence H. Meyer）在 2003 年的一次演讲中，描述了一个关于怎样定义“稳定”的交流讨论。这件事发生在梅尔第一次出席美联储公开市场委员会的会议上，那是 1996 年 7 月，珍妮特·耶伦（Janet Yellen）议员当时正在处理通胀目标制的相关事宜。她指出，她将目标定在 2%。格林斯潘对此的回答是，美联储的使命是要促进一个稳定的价格，而非上升的价格。耶伦补充道，美联储还有一个使命是要保证就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业。按照她的理论，一定数量的积极货币贬值是经济增长的必要润滑剂(而按照一份对于133个经济体的调查来看，事实并非如此)。

“当时珍妮特掌握了主动权，”梅尔说道，“她让主席说明他对价格稳定的定义。格林斯潘想用含糊的定义搪塞过去：‘价格稳定是一种状态，在这个状态中，一般价格的水平变化不会影响到商业决策和家庭决策。’但耶伦继续向他施压，要求格林斯潘给出一个标志价格稳定的明确数字。令人惊讶的是，主席并没有拒绝回答，而是指出他个人青睐零通胀。珍妮特就反问说，如果计算有误差的话，他觉得2%的通胀率是否可以。”

最后，梅尔给出了整件事情的结局：

在激烈讨论后，只有几个委员倾向于零通胀的目标，大部分人都强烈支持2%的通胀率。主席于是以‘2%的通胀’为讨论后的一致意见。但是，他警告委员会成员，不要泄漏这个讨论曾经发生过。

美联储的创始者可能会疑惑不解。原先1913年的立法根本没有提到“价格稳定”，这个术语一向是被抹去的(或者说，立法者自己这么认为)。1900年法律将黄金本位制写入联邦法律条文。美联储措施仅仅是建立了新的机制，目的是提供有弹性的货币和承担商业票据再贴现。立法者想要避免大恐慌(1907年的大崩溃还历历在目)并且致力于将国家的银行资源更加平均地分配给城市银行和它们的远房兄弟——乡村银行。

“金融稳定”和“价格稳定”一样，对于不同的解读是很敏感的。小威廉·麦克切斯尼·马丁在1951～1970年就任美联储主席时，提出美联储应尽到一套对称的义务：既要防止恐慌的发生，也要适可而止。原句是“在派对渐入佳境时撤下装有鸡尾酒的大碗”。而格林斯潘时期的美联储则与之相反，它使用了一种在数年前被国际清算银行的经济学家们所诟病的方法。“当问题出现的时候，降低利率或者提供充足的流动性，而不是随着不平衡性的加强而提升利率——这种做法从长远看潜伏着危机，”克劳迪奥·博里奥和菲利普·洛威在国际清算银行第114号工作报告中这样写道，“他们这是在道德上冒险，同时为未来的不稳定和经济波动埋下了种子。”

当然，在格林斯潘的时代，美联储有完全的自由权力。没有大众的监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

督，它可以为所欲为。直到它的那些秘密目标被确定，之前统统都是保密的。“我认为美国的经济获益于美联储的随机应变，美联储避开正式公开通胀目标。”联邦公开市场委员会理事唐纳德·科恩(Donald Kohn)是格林斯潘的忠实信徒，也是他继承者的候选人之一。他在2003年说：“我们所说的随机应变，不是就长远目标来看的频繁改变，而是从长远目标中剥离的自由，可能这种自由只是短时间的。”

科恩在这里描述了一个官僚主义的天堂。所谓自由，就是美联储在一夜间调整了利率，以掌控经济和价格水平，从而导致了一个未公开的结果。公司可以用每股利润来衡量成功，棒球选手可以用击球数量来衡量水平高低，学生用平衡绩点来衡量成绩好坏。而美联储的成功是无法定义的，无论是从当下的结果还是长远的影响来看。

对格林斯潘领导的美联储的趋向可以这样来评判。“我们的政府是法律领导的政府，而不是人领导的政府。”纽约市长威廉·杰·盖纳(William Jay Gaynor)在美联储成立的时候很喜欢这么讲，但很少听到异议。“如果这个系统没有崩塌，就不要去修缮它”，是更加普遍的看法。在前面提到的2003年的讲话中，科恩自己就持有这样的观点。“美国已经做到了价格稳定”，他说，“通胀的期待值很低，而且很稳定，我们在20年内的两个相对不景气的时间段里做到了这一点。很多因素都对此做出了贡献，但货币政策是其中的关键。所以对我来说，要做的就是继续下去，无论多么难以构建或者解释。”

构建是不需要的，解释倒是需要的。在格林斯潘看来，“稳定”就是不下跌。日本10多年的经济衰退让他惶恐不安。为了避免类似的情况发生，美联储实行了通胀率，英格兰银行和欧洲央行称之为参考点数(2%左右)。左脑发达的伯南克曾是单词拼写比赛的冠军，也担任过普林斯顿大学经济学院主任一职。他与格林斯潘的区别在于，伯南克会公布央行所希望达到的美元贬值率。伯南克说，公布贬值率是给制定货币政策树立了一个框架，而不是穿上了一件紧身衣。

为什么格林斯潘不这样做呢？可能是因为他考虑到了统计关系落入官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方掌控的后果。英国经济学家、中央银行家 C. A. E. 古德哈特(C. A. E. Goodhart)在他提出的古德哈特定律(Goodhart's Law)中指出："任何统计的规制一旦受到以控制为目的的压迫，都将趋于崩溃。"特立独行的英国金融记者克里斯托弗·法尔兹(Christopher Fildes)对古德哈特定律略作调整："当人类学家观察原始人时，一切都好；但当原始人开始观察人类学家时，结果就说不准了。"

你可能不会认为货币供应数据会因为古德哈特定律的运行而崩溃——考虑到仅仅回望世界中央银行家的注视可能带来的统计特征的改变。但这确实在 20 世纪 80 年代早期发生了。这个事实给那些今天还支持利率或者通胀利率目标制，以及那些增持债券、认为"当局"可以掌控未来的人好好上了一课。

在 20 世纪 70 年代初期至中期，全球通胀率还在高额的个位数徘徊(日本、英国和意大利的通胀率是不太低的两位数)。一位与伯南克齐名的学者亚瑟·伯恩斯(Arthur Burns)任美联储主席。当时，全球经济正在上扬中，商品价格和资金补给也很充裕。1971 年在尼克松政府解决了金本位制剩余的麻烦之后，货币上浮(或者说其价值下沉了)。(外国政府和央行急于将美元以 35 美元一盎司的价格兑换成黄金；但同年 8 月 15 日尼克松宣布：停止兑换。)为了打击通胀，各个央行相继"采用公开宣布的合理目标作为货币总量指标(monetary aggregate)"，古德哈特在他的优秀著作《金钱、信息和未知》(*Money, Information and Uncertainty*，1991 年版)一书中这样写道。老一辈的读者们可能会回忆起当时各个政府的偏好：西德喜欢"中央银行货币"；日本和法国青睐广义货币供应量(M2)；美国和加拿大偏好狭义货币供应量(M1)。不同国家体现了不同的追求目标——美国在宣布美元和黄金停止兑换的当日就开始使用百分比增长的上下限。

货币供应量目标制(money supply targeting)是 1976 年引入美国的，但当时美联储并没有把它放在心上。联邦基金利率仍是指引货币政策方向的灯塔。事实是，管理机构能够控制货币供应或受其管制的物价，却不能两者兼顾。但该事实一直被掩盖着，直到 1979 年 11 月 6 日因沃尔克改革计划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Volcker reform)的颁布才得以揭示出来。就在那一天，美联储服下了剧毒。它决定瞄准非借入储备(non-borrowed reserves，NBR)，并放开对联邦基金利率的控制。结果就是，该利率不断上涨，越升越高。

这种实验性的举措持续了3年。从人情世故上来说，该实验缺乏科学纯度。美联储并没有完全放开联邦基金利率，这一点一直为货币主义者所诟病。但最终通货膨胀的毒性还是爆发了，并不是因为债券市场相信眼见为实。古德哈特指出，人们可能会觉得，像保罗·沃尔克这样坚定的反通胀者所提出的行动方案，应该会略微给收益率曲线的长端(long end of the yield curve)带来一点起色。但是，没有。“到头来，短期利率变动和远期利率变动之间的关联性增加了。”随着联邦基金利率的上浮与下沉，债券收益也随之上升或下跌。当下一次有人思索2005年持续走低的远期利率对宏观经济的意义时，要提醒他们注意这一事实。可能贷款人的理解力并没那么强。

沃尔克时期的美联储在1982年10月放弃了货币主义者的这次实验。美国经济处于衰退中，而其他不发达国家，即第三世界国家也处于金融危机当中。高而不稳定的利率引发了银行业的创新热潮——向来难以统计的货币供给变得越发难以计算。曾历经考验的货币供给与名义收入(nominal income)之间的关系也破裂了；如古德哈特定律所指出的那样，“货币增长”这一概念仍存在疑问。最新的货币政策理念就是判断或“自行决断”。

现在，货币政策的口号是“受约束的自行决断”。其对象就是通胀目标制。许多央行参考一个特定的通胀目标制定其利率。由于通胀目标制生来具有前瞻性，这意味着大量央行在制定利率时是抱着很大的幻想的。

其中一个执行通胀目标制的银行就是英格兰银行。在1992年，乔治·索罗斯(George Soros)引发的金融危机加速了英镑退出欧洲汇率制(Exchange Rate Mechanism)的进程，英格兰银行开始瞄准一个明确的通货膨胀目标。现在看多者认为，该目标为“每年2%的通胀率”。在1997年，英国政府将制定利率的权利从财政大臣(Chancellor of the Exchequer)手中转移到了一个新的货币政策委员会(monetary policy committee)手中。也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是说，从政客们手中移交给了聪明的经济学家们。自 1992 年起，英国可计量的通胀率较之通胀目标制改革施行前的利率持续走低，并越来越不稳定，到了 1997 年更是如此。

英格兰银行行长默文·金(Mervyn King)以及副行长瑞切尔·洛马克斯(Rachel Lomax)在银行网站上各自发表了讲话，分别是前者在 2002 年发布的"通胀目标制这 10 年"，与后者在 2004 年发布的"通胀目标制——成就与挑战"。这两篇讲稿解释了英格兰银行在做什么以及是怎么做的。两人均未发表任何有关通胀目标制的惊人言论，但也没有说出古德哈特定律的全部内涵。在英国西部港口城市布里斯托尔，洛马克斯在对一群非专业人士进行的演讲中，用一句话概括了"20 世纪货币政策简史"：自布雷顿森林体系崩溃后——也有人认为是自金本位制取消后——在数十年中一次又一次令人不快的政策微调后，在收入政策和货币目标经历了金融市场爆炸性增长的冲击并多次被经济教条所误导后，政府终于第一次找到了似乎真正起效的货币政策。该政策自然是通胀目标制。

然而，金本位制当年确实见效了。在几个很长的经济周期，金本位制将价格水平维系在一个固定的价值点。但即便是这个最有效、最典雅的货币结构也无法在短期或中期内达成"价格稳定"这一目标。物价在 19 世纪末一路下跌，到了 20 世纪初又开始上涨(总之，在战争时期上涨，在和平时期下跌)。事实上，在美联储筹建的 13 年间，美元相比批发物价指数价值下跌了 21%还多。债券价格在 1900～1920 年间也有所下滑。

通胀目标制真能起到作用吗？短期利率和下一年通胀率之间明显的统计关系真的不可改变吗？《格兰特》打赌，并非如此。20 世纪 80 年代货币供应量目标制实验遭到失败的部分原因在于，野心勃勃的银行家们和储户们不断重复发明"货币供应量"。因此，我们也相信，"通货膨胀"也是如此。世界上的央行将通货膨胀定义为"核心消费价格指数"——不包括食物、能源和房价，这种任意的通货膨胀计量方式无疑已经失去了其经济意义。当央行犹自举杯庆祝自己在抑制通胀方面的成功时，房价(比如说)已经冲破屋顶了。并不是说格林斯潘、金等人无法实现既定目标。问题在于，他们未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾实现的是在其宏观经济视野之外悄然到来、突然冒出的新目标。

我们怀疑低债券收益和水平收益曲线之“谜”可能不是古德哈特和法尔兹所提到的那些趋势的另一种表现形式。美联储一直盯住的是联邦基金利率。了解到这一点——并且知道美联储现在最重视的就是“透明度”，信奉机会主义的交易商们按照联邦基金利率贷款，然后购买各式各样的长期高收益息票(coupons)。因此，收益曲线保持水平，债券价格止跌回升。中央银行家们对这类神秘事件摇头不解。但这些中央银行家就像上文法尔兹提到的人类学家们一样，因粗心而并没有注意到这种他们所信任的统计关系正在——打个比方说——回望着他们。而央行以这种短期利率和价格通胀之间已被公认的关系为目标，带领它们自己以及我们走入了误区。

误区是央行业务必然的组成部分(同样，人们对央行业务所作的评论也往往会出错)。投资者最需要准确把握的事情就是安全边际。问题是，在写作本文时，债券市场上的一切都无法把握。目前，50 年期的英国通胀挂钩金边证券(inflation-linked gilt)收益率低于 1%。法国政府发行的 50 年期非指数型债券(unindexed bond)收益率不到 4%。10 年期的日本政府债券收益率为 1.45%，10 年期的美国国债收益率为 4.45%。如果央行业务中也包括美国证券库斯普号码(CUSIP Number)或是股票代码，那么这种央行业务一定能卖出天价，尤其适合进行卖空。

尽管全世界拥有 45 万亿美元的债务，黄金储备却只有 2 万亿美元，我们猜测，较之债务市场小得多的黄金市场现在是否还有待进一步的发掘。

荣誉制度的终结

2007 年 12 月 14 日

在上周华盛顿特区的住房大会上，财政部长保罗·鲍尔森凭着爱国之心，坚称美国经济“基本健康”——果真如此的话，那就是一种“新型”健康了。如今在 GDP 平稳增长的背景下，信贷危机出现在美元熊市上空，但仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抑制着通胀。与之不协调的是，布什政府推行一种抵押还款延后计划，这比大萧条后罗斯福能想出的任何计划都要大胆。瑞银集团毫无夸张地将这场抵押支持型证券结构的惨败描述为“史上最惨重的信贷信誉和风险管理的失败”。

这充分说明，在这个数据上一派繁荣的时代，“大萧条”这几个字使美国人欲言又止。在道一琼斯路透商业资讯搜索引擎(Query Factiva)上，如果同时输入“抵押”、“住房”和“大萧条”，你会发现，仅过去1个月它们就同时出现在168篇新闻报道里，比2007年次贷危机之前的12个月的总报道数还要多。在某些地方，有些东西是从根本上不健康的。住房问题就是其中之一。

我们猜想，某些问题存在于我们的货币信贷系统。我们指的并不是那些导致过度抵押的错误。毕竟，错误并不是突然出现的。问题是，为何在次贷市场明显出现长时间混乱后，依旧一错再错。在市场经济中，若无不法串通和政府干预，错误将能够被快速有效地纠正。直到比如苏联结束冷战了，或是如20世纪90年代的日本，70岁的银行家取代80岁的银行家的席位时，这种错误才不会持续下去。如今，去年抵押承保的错误被归于市场，但并不是在处理大笔不必要损失之前。到今年2月，次贷危机已公开化。2月，汇丰银行和新世纪金融公司承认账面价值贬值，并且可交易抵押贷款指数(06-1系列ABX指数)的低信用级别部分下降了16.6%。但贷款人和借款人仍要在这样一个丧失信誉的体制下交易。根据彭博通讯社的数据，从3月到11月，1 610亿美元的次贷留置权产生并证券化。以前从没有如此众多的盲目追随者，每人还有一台个人电脑。

如今，许多人担心结构性融资机构的运营。我们则担心这种运营的缺乏。为什么这么长时间人们的信心仍如此坚不可摧？比如，2006年，这些知识渊博的运营者去哪里了？或者，是什么让他们睡着了？

在这个既可称赞又可指责的时期，我们谴责这个到现在还没有恰当名字的货币体制。这个有缺陷的体制就是荣誉制度(honor system)。在货币和信贷条款中，它是没有网的网球赛——没有黄金保障的货币，没有顾客担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保品和证明文件的贷款。自 20 世纪 30 年代以来，荣誉制度的精神和条款已传遍美国，而这背后是人类进步的高尚理念。人性总是向积极的方向发展：更有原则，更有知识，更有能力且更有逻辑。此外，很多人认为，人性本应向上发展，但华尔街阻碍了这种趋势。为了重新使人性发展，政府应马上建立比自由市场模式允许的更加安全和开放的银行体制，并且应让印钞机更快地运转。确实，早期新制度的支持者同意货币仅由发行政府的承诺来保障，并认为这种制度有荣耀的历史。但是，它确实在革命时期的法国、内战时期的美国或者任何一个试用这种制度的地方都是失败的。然而，更好的模式可能被发明，也将会被发明。有些会部分或间接地被黄金支持，有些不会被抵押。不管是何种情况，自大萧条时期以来，世界正渐渐远离正统货币学说，转而靠近一片未知的货币实验体制。即使到如今，这种实验仍持续着。尽管结果是混杂的，但一个常见的主体持续着，简言之，即为“寻求更多”。

这种对更多的追逐很容易在国际货币系统中发现。这是为延续这种错误评估、错误模式、错误定价的美国次级贷款而量身定做的模式。仅把 20 世纪 60 年代外国债权人对挥金如土的美国人强制的规则与 2007 年对更加浪费的美国人却不那么强硬的规则相比较，就会发现，在 20 世纪 60 年代，布雷顿森林货币体系仍旧生效，在这种体系下，货币以固定汇率兑换美元，并且美元可被兑换为黄金。35 美元可换 1 盎司黄金，由此可以看出美联储并非一个免费的中介。它印钞的能力是受限的，如果过分印钞，持怀疑态度的外国人将行使手中的权力，以指定汇率把美元兑换成黄金，正如在 20 世纪 60 年代持怀疑态度的法国选择的那样。

从附随的照片中可以看出法国人的态度，他们对约翰逊政府和尼克松政府感到愤怒。美国关闭黄金兑换窗口的前后十年就存在最显著的区别。在之前的 10 年里，人们制定利率，货币扩张速度是相对较低的；而在之后的 10 年，是相对较高的。

那么现在呢？美元还是未定义的，市场——中央银行和政府——是如此说明的。如今它的价值只是表面上的浮动，上升或下跌。美国的贸易赤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

字随着美元价值的下跌而变小——自从8月起，由于疲软美元的延迟效应，赤字减少了16.4%。当然美元相对于其他货币的自由浮动仅限于其政府允许其浮动的情况，值得注意的是，这里没有美国主要债权人的踪影。是否今天的中国、俄罗斯和海湾国家如同20世纪60年代法国一样对美元以及美国长期的贸易逆差具有积极的戒备？他们是否对美国房贷市场的根本性不健全以及银行资产负债表外负债表示过质疑？他们是否批判过被法国谴责为"外部调整和过分特权"的货币储备制度本身？他们的确表示过不赞同。此外，还存在慢慢地转向非美元形式的资产储备以及将其转换成其他价值储备手段的行为。但绝大多数情况是，仍大量印制人民币、卢布、第纳尔以及里亚尔，并购买更多的美元。债权国们以这种方式在阻止其货币升值。特别是在中国，相对被低估的货币提高了出口额，解决了劳动问题。

但是，所有这些小伎俩都未能使得美国在获知其美元贬值消息后紧缩其货币政策。相反的是，美联储正在放松其货币政策。在传统的黄金本位制下，国家在财政逆差和顺差意见的平衡趋向于一种自我修正。朱利奥·M. 加拉洛蒂(Giulio M. Gallarotti)在他的著作《国际货币制度解析》(*The Anatomy of an International Monetary Regime*)中写道："人们对国家货币保值及可兑换性的预想形成了一种现象，在此现象中通过一系列以自我实现预言为特色的行为，兑换率和兑现可以实现自我定义。"没有一位黄金俱乐部的成员，无论其贸易顺差或逆差，闷头执行着自己的货币政策，好像外部世界不存在一样。今天，货币霸权使得美国50个州可以独立制定利率政策。因此，不平衡竟然变得制度化了。

制度化也是让大家都满意的灵丹妙药。这正是这个世界越来越需要的，也是这个世界目前正在失去的。资产市场有条不紊地在其轨道上运行着。如今体系中缺少一个支撑物，而正因为如此，使得全世界不同时区的住房、公用大楼、大豆和股票越涨越高。同样，我们相信也正是因为缺少一个支撑物，才使得债务质量下降，信贷息差(credit spreads)下跌，这些都是直接导致房贷体系崩溃发生的条件。货币系统依靠的是人类曾经对哲学的质疑以及自由主义的态度。古代人相信自由市场是最佳的，但适度控制过度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

印钞、过度借款以及过度投机还是有用的。对比一下古人的想法和现在的"印钞换美元"制度。美国作为世界顶级货币品牌的发行商，自然是过度受宠了。

要想不使用储备货币拥有者的特权，恐怕只有圣人做得到。试想一下，如果这个无价之宝有一天出乎意料地降临到一个毫无准备的国家。试想一下，如果这个幸运的民族可以用以下这几点来描述："你现在消耗的比生产的多，要想削减财政赤字，只需印制钞票，而且只有你自己有权印制。你认为多少合适就印多少。这个世界对此颇为珍视。"这个幸运之国的子民们就不能多花一些钱吗？吃得更好一些吗？也不能比以前更随心所欲地进行投机买卖吗？如果过去经济条件束缚了他们的手脚，那么现在他们就不会发动一场规模不大的战争吗？在一个纸币体系中，以上便是储备货币特权拥有者的独特地位。

我们并不是在试图美化过去，我们只是在阐明当下、探寻未来。布雷顿森林体系时期(1944～1971 年)金融人士的处境与其 2007 年后辈相比，其实并无二致。尽管美元一直由黄金作支撑，美国在 1958 年还是通过高杠杆借贷对利率进行投机，导致了国债市场的大动乱。1966 年美联储为遏制通胀趋势收紧政策，又引起了银行系统中的信用紧缩。在布雷顿森林体系开始日渐瓦解之际(每一个货币体系都无法逃脱此命运)，美国便诉诸各种强压应急手段予以推迟。美国滥用战略权势，操纵(或企图这样做)自由市场内的黄金价格，对美国人民施加资金控制，并长久忙于黄金外流的表面症状，而非着手其根本的深层原因。尽管事实再简单不过：相对于作为支撑的抵押品，美元发行过多，然而，美国似乎没有时间来面对这一事实。直到该事实无法否认，尼克松政府宣布无论兑换率为多少，也无法再将美元兑换成黄金。此后，美元价值随汇率浮动。这样一来，经济学家所称的"严格但不失健康的国际收支准则一下子就不见踪影了"。

此类有益的控制一旦消失，借款人与贷款人便都甩开他们的限制，直到最近才重新找回。在其他国家中央银行中美元储备堪比天高，由美国引起的信用危机也不能用寻常的货币资助来应付，节节攀升的惊人天价与债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

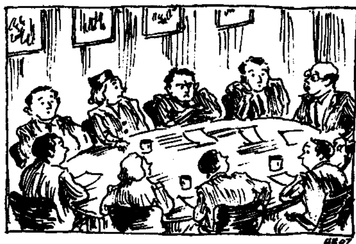
通缩的明确症状竟相吸引央行的注意与精力。每一场信贷周期皆以危机收场，或者算不上危机也是一番尴尬境地，2007 年便是如此。我们由此假定：借款人、贷款人、评级机构分析师和做市商在理应弄清事态之后很长一段时间，仍犯着同样的错误。至于该假定是否属实，我们就留给比较金融失控领域的学者们去证实。难道我们不是生活在一个信息时代吗？难道我们不是处于持续的互联当中吗？如果是的话，那么，为何对于按揭贷款出现的明确无误的问题征兆，所做的反应如此之慢？为何在对次贷问题的一片叫嚣声中，新生的商业抵押贷款所支持证券的信用质量会愈加恶化？穆迪的报告称，第三季度再创新低。难道就没有人看报纸吗？

长久以来，银行营业厅的顾客钢制格架将储户与金钱隔绝开来，不久以前，设计者决定将之弃用。他们认为栅栏、大门及防弹塑料已过时，不再受欢迎，他们有了新的点子。降低了栅栏与防盗栏，这样一来，银行抢劫案件日渐增多，在被冠以美国“最便利银行”的商业银行新泽西分部，数量更多。警方让建筑师们再做考虑。

在货币、信用设计领域，情形相似。央行、抵押贷款贷款人与金融工程师都继续开拓着荣誉制度的新领域：他们以定义更加宽泛的抵押品放贷（如果有抵押品的话）；以精算方式估测信用风险，而不是从个例着手；他们还让政府的印钞机运作不休。总之，这就是 20 世纪末、21 世纪初的信用与货币方案。现在，不是侦探们对这些方案表示反对，而是投资者们，尤其是那些黄金的投机者们。从大范围的主题角度来看，长期持有黄金，也就是避免充满危险的社会化。

我们没有宣称“印钞换美元”的制度是造成全球信用危机的唯一原因，但该制度的确对危机的发生做出了显著“贡献”。布雷顿森林会议时期的监管很严。不仅兑换率被固定了下来，国内银行存款率和纽约证券交易的佣金率也是固定的。通过将基金利率提高到银行存款率被允许的最大值之上，美联储可以“取消”银行系统并立刻停止贷款。36 年前的这一“苛刻但有益的国际收支平衡规则”是由许多其他种类的规则进行补充的，其中没有一项鼓励像今天这样的创新和冒险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“莱芬韦尔(Leffingwell)先生，请精确点儿说，债券究竟哪里不好呢?”

技术进步、管制撤销、对人类的信心以及巨额红利把我们带到现在这种境地。贷款人把抵押贷款借给一个完全不认识的人，再把留置权卖给投资银行，最后由投资银行打包成住房抵押贷款支持债券(residential mortgage-backed security, RMBS)，或者可以由另一家投资银行对此以及其他超过100万个独立的住房贷款项目进行抵押担保。还可以让一些未知的借款者通过住房贷款的形式，尝试1亿美元的次级贷款、8 000万美元的双重或三重贷款。上面所说的一切，没有低成本电脑技术的普及，都是很难成功的。对于我们上一代或上两代的借款人而言，这纯属妄想。事实上，对于现在许多金融观察家而言，这种发展已经有点过头了。

上个月，全球三大国际评级机构之一的惠誉国际(Fitch Ratings)在一份题为“不良承销业务和房屋次贷行为的影响”的报告中，描述了惠誉如何追踪“为什么那么多数据上显示信用良好的借款者在2006年却拖欠还款”的原因。所谓“可承受的产品”——纯利息贷款(只还利息不还本金的贷款)、选择性可调利率贷款，等等——起到了一些作用，但同时也撒了一个陈旧的谎。一项委托惠誉做的研究，对象是1997～2006年间(大多数是在2005年和2006年之间)产生的超过300万笔贷款，“发现早期拖欠支付贷款中高达70%存在申请时信息不实的欺诈”，这家机构说。仍然对此好奇，惠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

誉于是让其分析师将早期拖欠支付的 45 笔贷款所有源文件和服务资料汇总。这看上去很奇怪，惠誉指出，这些拖欠贷款的借款者完全符合条件：他们买房是为了居住，而不是去投资，他们的 FICO（个人信用评估指数）分数平均为 686，这个分数足以让贷款人放心了。"分析的结果最多是让人不安罢了，"惠誉的报告伤感地叙述道，"因为每一份文件上都有欺诈和不真实。"但不是每一个还不出贷款的人都说谎。一个人不可能在自己的申请表上坦率地表示自己没有什么财产。

在金融中，语言和符号不会和实质脱离。学者告诉我们，在国际金本位的鼎盛时期，支持英镑的抵押物仅仅被看作金银饰品。亚瑟 · I. 布鲁姆菲尔德（Arthur I. Bloomfield）1959 年为纽约的联邦储备银行做研究，发现英国银行系统的债务需要的黄金比率小于 5%。"但是，"布鲁姆菲尔德补充说，"就我看到的而言，那段时期内，英镑或者其他主要金本位制国家的货币的稳定性和可兑换性曾被严重地质疑过。"黄金的基数不是关键，重要的是央行表现出有足够黄金来满足任何提取者。适当提高贴现率可以从国外吸引一些黄金过来。

因此，市场对英格兰银行绝对信任，这种信任自 1880 年到 1914 年不负众望，但市场并不信任英格兰银行管理纸币的能力。即使在荣誉制度下，市场有时也会对银行奇迹般的工作能力失去信心。在那些并不罕见的时刻，英镑通过贬值来抵御更好的货币保值方式。21 世纪央行继续实施和老生常谈其"可信度"。而我们很可能会用"不可信"来替代"可信度"，对我们而言，纸币理财者可以凭空获取理想的利率，然后成功地将其强加在他们假装在管理的经济上，这种概念根本不可信。

在美国，信用的荣誉制度在 1935 年银行法案的实施下被有效地建立起来。这一制度将联邦储蓄保险制度化，将权力集中到了位于华盛顿的联邦储备系统中，清除了银行资本的双重债务。清除这种双重债务不会遭到很多反对，却在接下来的 75 年间，定下了金融规则的哲学基调，并一直起着作用。直到 1935 年法案出台后，国家特许银行的股份持有者一直都承担着一种与众不同的风险。如果他们投资的银行破产了，他们所持有股份的面值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就与储户的损失挂上了钩。事实上，银行股票的拥有者找到了办法来回避规则，但在任何情况下都很难防止规避失败，从而招致公众对现代金融改革的支持——储蓄保险、联邦储备系统和101种其他种类的、已经在社会化美国金融损失风险上走得太远的政府行为。银行股份证券面值上的双重债务责任是更早些时候的个人责任负担的标志。“份额大了就不容易失败”的信条是当代集中责任的标志。

几周前，在华盛顿的卡托研究所(Cato Institute)，圣路易斯联邦储备银行行长威廉姆·普尔(William Poole)发表讲话。他为荣誉制度进行辩护，为体现荣誉制度的好处，特别用罗斯福新政前的政府经济安排做对比。他请听众回想一下安德鲁·梅隆(Andrew Mellon)——保尔森前任之一，曾任哈定、柯立芝和胡佛三届政府的财政部长——曾经执行但现已被推翻的那些经济信条。据普尔叙述，梅隆的原则就是政府不要干预市场，“让它自行清偿劳动力，清偿股票，清偿农民，清偿不动产”。

“该观点早已过时，”普尔继续道，“现在的宏观经济学家认为，用来稳定价格水平和集合经济活动的政策不会带来任何风险。更加稳定的美联储政策，从不也绝不保护那些因投资错误金融策略或其他策略而遭受损失的人的利益。投资者和企业家们产生了足够的动机，将风险控制在适度的范围内。但是，他们不必处理前辈们过去曾大量遭遇的宏观经济方面的风险。”

在普尔发表演说一个半世纪前，法国经济学家弗雷德里克·巴斯蒂亚(Frederic Bastiat)就曾经思考过由善意行为带来的却常常未被察觉的后果，并写出一篇文章，题为“那些看得见的和看不见的”。“在经济领域，”巴斯蒂亚写道，“一个行为、一种习惯、一项制度以及一部法律所导致的后果从来不会只有一种，而会是一个系列。在这些后果中，只有第一种会即时反应，即因与果同时显现——这种后果就是看得见的。其他后果则会一个接着一个出现——它们就是看不见的——如果能被我们预见就好了。”巴斯蒂亚解释说，因此法律和政策的制定者常会为了追求一点眼前的小利，而为社会带来“大恶”。

20世纪30年代初，在经历了大萧条和全美银行业不得已的停业之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似乎“眼前的小利”已经绝迹，但任何符合“小利”描述的事物还是相当受欢迎的。如果提出下面这个问题让人投票：“你会用现在一时的解脱——实际上，还要先假定这种解脱对我们会有好处——来换取未来 75 年世界范围内的按揭贷款和信贷混乱吗”，可能不会有很多人投反对票。

75 年已经来了又去，一届共和党政府正在支持一项反止赎(anti-foreclosure)行动，其主要特征是，对原合同规定利息的非完全自愿修改。在之前的 10 年，美联储已介入的经济干预事件包括：挽救一个已崩溃的对冲基金所造成的损失(1998 年美国长期资本管理公司事件)，处理 2000 年到来之际大规模的电脑时钟紊乱(1999 年电脑千年虫事件)，以及调控日渐走低的物价所带来的威胁(即 2003～2004 年“通货紧缩”)。在每个转折点，没读过巴斯蒂亚的人总是会高估“眼前的小利”所产生的价值，而低估“未来的大恶”会导致的损失。

通货膨胀是一种“大恶”，债务通缩是另一种。现今的货币体系已经成功地诱发出这两种“大恶”的症状。中央银行的固有信条是：有必要用新一轮的货币刺激来治愈上一轮所造成的损失。也正是该信条使我们期待更低的短期利息，以及最后更高的长期债券收益——无论怎样，我们都盼望美国和欧洲的收益曲线能够积极上扬。纸币和信贷风险的社会化，可能最终也不会为世界经济带来什么好处，但它们对金融报业人士来说却是上帝赐予的礼物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　头戴灯罩的贷款人

"市场上充满着来自各方的、似乎是无穷尽的资金流——来自担保债务凭证(CDO)、贷款抵押债券(CLO)、对冲基金、私人股权投资基金(private equity)和再回收的对外贸易顺差。"

——维克多·孔索利(Victor Consoli),贝尔斯登公司企业信贷策略部主管,引自5月11日《金融时报》

失踪的破产

2006年7月14日

在2006年想要破产也并非易事,而是要下很大决心才行。这是因为低息和大无畏的贷款人给许多濒临倒闭的公司判了死缓。这些死刑豁免并非来自银行(因20世纪90年代初的经济衰退而伤痕累累),或是储蓄机构(在20世纪80年代一败涂地),或是购买垃圾债券共同基金(和银行一起跌落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尘埃），而是来自这个金融周期内去年最激进的贷款机构混合体，即对冲基金。对冲基金这一因素，让破产俱乐部的成员们有时间思考他们收入减少的根源，也让《格兰特》的读者们有机会为即将到来的信贷危机做好准备。

普华永道提供的数据显示，2005 年申请破产保护的上市公司数量要少于 1994 年以来的任何一年，2006 年该数量也未出现任何明显的再加速。强大的资金流是这次破产饥荒的有益保障。标准普尔杠杆评论与数据公司(Leveraged Commentary & Data，LCD)的分析员在追踪债务人公司后发现，此类公司的税息、折旧及摊销前利润(EBITDA，即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润)以每年 20%的速度增长。此外，修改后的破产法从 10 月起开始实施，其改动内容也可能是造成破产申请相对较少的原因。但是，能使破产延期的最大动力还是有万灵丹之称的“流动性”。

流动性是一种心理状态和财务状态的混合体。流动性充裕就意味着利率可控、债务人配合。这两个标准几乎到现在都是正确的。据周二的《华尔街日报》报道，投资级债券的发行仅在今年上半年就增加了 72%；低级债券的数量超过高级债券，并仍在不断增加中；有关借用企业收益的申请增加，用来支付杠杆融资企业的发起人和股东应得的红利和报酬。（就算你确实投资了这类企业也不用担心——我们好像已经不再这么做了。）洛杉矶的一位投资银行家劳埃德·格雷夫(Lloyd Greif)在 7 月 7 日版的《美国银行家》期刊上发文，责备贷款人让越来越少的现金流负担越来越繁重的债务。他写道：“贪婪因素已经介入，因为贷款人发现，通过一次又一次的杠杆收购，他们能不止一次、两次，有时甚至会数次募集到资金。”

所以，当听到标准普尔杠杆评论与数据公司(LCD)的总经理史蒂文·米勒(Steven Miller)介绍说，“2006 年突破性贷款产品”就是所谓的“低门槛贷款”(covenant-lite)，《格兰特》并不觉得奇怪。“低门槛”一词的由来是，最近的贷款合同都缺乏契约性语言，无法有效约束债务人不额外负债，或者不会反过来削弱担保债权人(secured creditor)的地位。米勒说，今年到现在为止共有 28 个低门槛贷款上市，总计约 130 亿美元。而在之前的 9 年当中，即 1997～2005 年，市场仅吸纳了价值 84 亿美元的此类贷款。上个月席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我们该怎样为保释金报价?"

卷世界市场的恐惧感并没有避开信贷市场。米勒补充道，债权人已经开始重新要求一些最基本的合同条款保护。你可能会想知道，债务人为什么会违反利息覆盖率测试(interest coverage test)或负债测试？债务人又为什么会试图劝说宽容的债权人签署一份弃权声明书？根据杠杆评论与数据公司(LCD)提供的数据，仅 2006 年的前 5 个月就有 14 起此类事件发生。在一个不甚宽容的信贷市场，这些违约者中会有人站上破产法庭。

当然，没有哪两个信贷周期是一样的。全球破产业务的领袖、莱瑟姆和沃特金斯公司(Latham & Watkins)的罗伯特·J. 罗森博格(Robert J. Rosenberg)指出，本次周期最明显的特征就是贷款分配对冲基金(loan-dispensing hedge funds)，"这类对冲基金愿意经常性地以'由贷款取得所有权'(loan-to-own)的秃鹰策略，与几乎所有的资源进行再融资"。什么是"由贷款取得所有权"？罗森博格解释说，这是一个贷款人想要违约的伎俩。事实上，贷款人期待他们的债权可以转化为权益。"由贷款取得所有权"的实践者们认定，他们获得的新权益会大大超出其破产前的债务。有这种想法也是市场仍充满希望的标志之一。

上个月，有关各方都有进展。高盛雇佣了一位明星破产律师。特拉华州威尔明顿市的联邦破产法院增加了 4 位新法官，司法人员扩充至 6 名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这两项举措都属于未雨绸缪。事实上,公司财务的天空几乎是万里无云的。“就好像你是一位信托兼房地产律师,而他们却宣布暂停死刑一样,”富布莱特与贾沃斯基基金(Fulbright & Jaworski)纽约办公室合伙人、公司破产与改组专家威廉姆·J. 罗谢尔三世(William J. Rochelle Ⅲ)若有所思地说,“一旦哪家公司伤风感冒,就会有人向它们扔钱。所以,这些公司不会破产,只会背负更多的杠杆。”

一个如此平静的信贷市场自然是接受创新的。“第二留置权”就是那些破产俱乐部成员们比较关心的一项新业务。从前,银行曾为高级债务和垃圾债券购买者提供次级品种。第二留置权是一种数年前面世的次级担保贷款,其花费远超高级担保贷款。据标准普尔杠杆评论与数据公司的最新数据显示,两者分别高于伦敦银行同业拆放利率(Libor)625 个基点和 279 个基点。不过,收购型的对冲基金偏爱次级担保贷款是另有原因的:第二留置权持有者在重组时比从属贷款人更占优势。因此,就有这种美妙的说法:“由贷款取得所有权。”一些控制欲强的贷款人将第二留置权视为“等待中的权益”,这种理解是简单而纯粹的。他们购买第二留置权就是在等待破产的到来,就像一些对冲基金对经营失败的美国汽车零部件供应商吉尔法(J. L. French)公司所做的那样。不过,不用在意,按照规定,那些公司很快就要申请破产保护了——或者更确切地说,如果没有充满了流动性的资本市场的慷慨解囊,它们的破产是迟早的事。去年就有价值 160 亿美元的此类债务面市,而到 2006 年的现在,又新增 130 亿美元。

当然,在很久以前银行专注于信贷业务,包括发放贷款以及——在信贷业务的吸引力所剩无几时——尝试开展新业务。罗森博格指出,现在对冲基金日益走向前台并成为中心。它们如果不发起贷款,就会加入贷款辛迪加。“只要有问题初露端倪,它们就会继续买进并从其他更加传统的贷款人处获得贷款。”他补充说,“它们继续彼此交易、相互筹款并且经常以一方收购另一方而告终。”

“在去年几个案例中,”《纽约法制报》(*New York Law Journal*)在 1 月 5 日的一篇报道中指出,“第二留置权的持有者已成功把持住了重建进程,要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求获得全额赔款或超大利率的赔偿。甚至所谓的'沉默的第二留置权持有者'(silent seconds)——同意根据债权协议(intercreditor agreement)延期偿还高级债务的人——也对'第一留置权持有者能指定贷款策略和条件'这一观念提出了挑战。有些法官已经做出同情这些挑战者的判决。"

罗森博格反驳说，在经济周期的这个时候，市场先生就是法官和陪审员。"我不想过分夸大"，他指出，"但事情差不多是这样的，就是最开始的谈判与你所认同的权利(或从第二留置权的角度看，你所认同的非权利)是完全无关的……市场的流动性如此充裕，如果持有者某一天不再喜欢第二留置权，他们可以到市场换成第一留置权。"

是的，罗森博格承认航空和汽车配件业已经加入了破产俱乐部。美国电力公司卡尔派恩(Calpine)、美国有线电视运营商艾德尔斐(Adelphia)以及美国瑞富投资集团公司(Refco)已提交了申请，并约定向罗森博格和他的同事提供按小时计酬。但所谓的中间市场，即破产业赖以为生的饭碗，在破产程序中所占比例严重不足。超级宽松的贷款环境已让无数即将破产的公司又多了喘息之机。

但这个周期也快要结束了，罗森博格预言。"随之而来的是对冲基金的黯然陨落。那将会是转折点。"

价值处境堪危

2006 年 11 月 5 日

以下内容摘自詹姆斯·格兰特在"第三大道管理价值研讨会"(the Third Avenue Management Value Conference)上的讲话稿。

一旦你听到马丁·J. 怀特曼(Martin J. Whiteman)的声音，你就会愿意继续往下听。我的意思是，怀特曼权威、精辟的发言就如同男低音在讲话一样迷人。《积极谨慎的投资者》(*The Aggressive Conservative Investor*)一书由他和马丁·修毕可(Martin Shubik)合著，是前者的多本著作之一。书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的几篇文章已深深扎根在我的脑海中。当我准备定下心来阅读几份晨报时，他们的文章抢占了我的注意力。甚至在我翻开《华尔街日报》和《纽约时报》阅读之前，马丁的观点已经开始和这些报纸进行争论了。有时候我似乎一点也插不进自己的想法。

第三大道基金会(Third Avenue Funds)的创始人是一位有既定观点的人。在关于投资的话题方面，他无法容忍任何天马行空的猜测。我就犯过一个这样的错误，向他询问未来股票市场的走势。他的反应是保持沉默。当时现场气氛一片严峻，并瞬时降至冰点以下，让人感觉度秒如时。我当时觉得，还是别把准备好的"利率走势"话题拿出来了。

"安全又便宜"，这种投资理念听上去简单得有点像在骗人，不过马丁无疑是该理念的主要理论家与实践者。他坚持财务实力与诚信管理。(马丁并不是一位空想家，他在这方面的要求实际上是比较宽松的，即"在合理范围内的"诚信管理。)他寻求高质量的资产和不繁重的负债，在运营中找出可用的现金流，从支付的价格中找到安全感。他告诫投资者不要盲从预测，而是要投资眼前实实在在的东西；不要回避投资复合证券；在卖出时三思而后行；力求弄懂现今令投资者目不暇接的金融数据——也就是说，要理解数据的真实内涵，而不是数据显示出的表象。马丁并未声称他所奉行的是唯一正确的投资方式，但对他本人以及追随他的幸运投资者而言，这种方法是行之有效的。

由此可见，奉行"安全又便宜"理念的投资者在阅读新闻时也是有选择性的。他相信自己可以对《华尔街日报》的 A 版一扫而过，因为他已经掌握了宏观经济学和地缘政治学。"只要大环境是政治相对稳定、街头没有暴力发生，那么对一般股票市场平均数、利率、经济、消费者支出等所作的预测等数据对此类投资者来说并不重要。"马丁写道。这类投资者受"安全边际"保护。他的基础成本(cost basis)相对于他所投资公司的资产净值越低，他就越不容易被来自伊拉克、伊朗、朝鲜或(甚至是)华盛顿的噩耗所打击。

但我想劝说这类习惯于在新闻中寻求价值的投资者们对自己的阅读习惯稍作调整。我强烈建议他们不要对信贷新闻一扫而过。超低的名义利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率、紧缩的信贷息差、前所未有地容易获得的抵押债务以及私有股权融资，这些消息都对现在的估值起到了重要的支撑作用。踢掉这些支撑物，世界将会截然不同——对杠杆化的股票和债券持有者而言，大事不妙；当然从长期来看，对流动性投资者和奉行机会主义的价值投资者来说是一件好事。在千禧年后的美国，前总统卡尔文·柯立芝(Calvin Coolidge)的提议再无用武之地。美国的金融业务不再是简单的借人与贷出。因此，在我看来，对于来自宏观经济的攻击，"安全又便宜"型的投资者所得到的保护远比他以为的要少得多。

显然，现在的美国家庭都是巨额净债务人(net debtor)，而美国本身就是一个净债务国。但这两个事实没有导致政局不稳、暴力减少或是无政府状态。相反，它们已制造出一种巨大、懒洋洋的自我满足感。

巨大的债务扩张会带来两类投资风险。第一种是当扩张结束而收缩开始时，受借人资本支持的估值会遭遇风险。尽管我们这些信奉价值的"土著"听从马丁的劝告，只投资那些财政状况健康的企业，结果却发现自己仍是处境艰难。大量财政状况不良的企业将会加人收购，从而加深市场专家们所谓的经济衰退，或称"广泛的红利损失"。那么，同样，当贷方撤资时，推高股价的元凶——私募基金——也会随之离场。今年的头 9 个月，私募作为融资发起人进行了总值为 4 620 亿美元的收购，占并购总额的 18%，为去年同期私人股权交易额的两倍。

第二种风险与混杂的信贷构成有关，这种风险不但微妙，而且会对人们的投资组合造成潜在危险。我的意思是说，钱来得太过容易会给利润率带来风险。当几乎任何人都能借到贷款的时候，那些即将倒闭的公司却不能。这些企业只能坚持再坚持，正如它们在 20 世纪 90 年代时的日本所做的那样。极易获得的信贷不仅催生了高效的新竞争者，而且拖延了过时老企业的退场时间。

一位第三大道价值基金(Third Avenue Value Fund)的关注者未必会公开赞同"过度负债对资本净值有害"这一观点。"安全又便宜"型的投资者却仿佛沉浸在破产与协商和解的艺术当中，并似乎因此而茁壮成长。在 1990

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，也就是第三大道价值基金面市那年，银行体系正因为房地产贷款的不可承受之重而摇摇欲坠。在 1994 年，美联储出人意料地实施了紧缩政策，毁灭了债券市场。在 1998 年，长期资本管理公司意外地一败涂地，甚至好像威胁到了美国的金融体系——当然，美联储是这样认为的。到 2002 年，垃圾债券市场已门庭冷落。然而在那些年里，信奉安全与便宜的投资者们发达起来。自 1990 年秋，第三大道价值基金已产生了 16.7%的年回报率。

所以，为何要担心今年或其他任何一年会发生信贷风波(credit disturbances)？人们对此欢迎还来不及呢。危机过后总是最佳的买点——1991 年的银行股、1995 年的国债，还有 2003 年的垃圾债券，无不说明了这一点。从形式上看，目前借款与贷款的扩张必将导致最后信贷紧缩措施的实行。涨得最疯的领域，就是熊市即将踏足之地。随之而来的还有交易商柜台上堆满了减价甚至是遭丢弃的商品。优秀的独立高收益债券分析员马丁·福利德森(Martin Fridson)计算出，基于目前的混合评级制度，即使我们目前遭遇的经济衰退像 1990～1991 年间那样温和，也会导致垃圾债券的大规模违约，其程度绝不会逊于 20 世纪 30 年代中期。然而，没人知道下一次经济衰退将何时出现。“看来好像多数关于未来的预言在大多数情况下都是错误的。”马丁这样写道。“大多数情况下”？他真是太宽厚了。

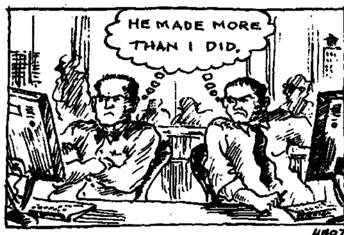
你可能会发现我还没有回答我自己的问题：既然信贷崩溃总是意外出现，我们还有什么可恐惧的？作为价值投资者中的一员，如果你可能因信贷崩溃而获利，为何还要采取逃避或预防措施？我的第一条理由是：货币。

无论一项美国投资多么便宜和安全，它都是由美元标价的。现在，美元是世界上成就最伟大的货币，可供全世界流通。然而，它却没有任何后盾，也不受担保。当英镑主宰世界时，你只要向英格兰银行出纳员的窗口递进一张 10 英镑的纸币，就能兑换到法律规定的等值黄金，而美元却是以信仰为基础的。

诚然，我说的这些并不是什么头条新闻，但不是每个人都意识到，或者知道如何去理解美元已与黄金脱钩这一事实。我在此引用一句马丁的原话：“‘安全又便宜’型投资的最大特点是，投资者通常是最后一个知道真相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人。"所以,如果你还没听说过,请记住:尼克松总统确确实实在 1971 年关闭了黄金交易窗口。



这一事实的重要性在于,美国可以一直借到贷款人不愿再放贷为止。在长达一代人的时间里,有限的货币黄金储备从未曾跟上美国消费的脚步。结果,美国背负了巨大的债务。想象一下一家非常不稳定的公司,其债务只会越积越多。作为一位在这种大风险事业里的分析师和有远见的投资者,你需要了解一些关于这些状况将要在哪些地方持续下去的情报。它们买过什么样的资产?在美国的例子中,不良状况的持续被完全归咎于消费水平。只考虑到公司方面的生产过剩,而没有考虑在经济中提供资金的家庭收入的不足。在一个运行良好的经济领域中,通常有其他的方式去弥补。家庭进行储蓄,而公司进行投资。通过投资,它们提高了自己的生产力从而改善了经济。今天,公司的储蓄与家庭的花费成平衡状态。

在 2005 年末的市场价值测评中,美国网状式的国际投资地位减少了 2.5 万亿美元。当然,不是每个经济学家都相信这个数字意味着太多其他的东西,但这不是要求我们重新审视美国经济地位的唯一数字。例如,在 6 月份那个季度,我们支付给国外的收益付款(income payments)已经连续 3 个季度超过了来自国外的收人进账(income receipts)。有一个值得我们沉思的事实。自 1960 年以来,一方面来看,收入账目经常存在坏账。在新世纪的开端,它就造成了极其消极的影响。但在过去 3 个月之前,赤字从未持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续过 9 个月。比如，如果美国必须从现在开始从日本借款来还给中国，那就意味着我们在财政方面已经开始了一段有趣的新旅程。

美国是一个伟大而优秀的国家，所以，J. P. 摩根的父亲竭力主张他不要卖空美元，这是一个非常好的建议。但据我所知，老摩根指的并不是纯美元纸币。当一个国家的消费长期比生产多，当它发行的无担保债券以每年超过其国内生产总值 6%的速度进入世界支付潮流中，并且当它陷入一场持久战，这个国家似乎不太可能为了长期金融稳定而参与其中。这个漫长的过程，并非一个像大多数人安排他们的投资一样的时间结构。业绩按每周、每月或者每个季度来度量。但长期效果最终发生了，虽然这不是凯恩斯的原话。所有事情都不能永远顺利。1914 年，在伦敦没有一个人会好意地敲响英国财政霸权已经结束的警钟。

一个承保大型事故的保险商必须将一种价格归因于一种可能性不大但又存在一种潜在风险的重大事件。美元危机对于那些持有大量美国货币的人的代价是非常大的。绝大多数人是风险规避者，但我们当中也许有人有理由去冒这个险，并且断定美元是永远不会贬值的。它将会被什么代替？然而，我们当中的许多人并没有对此进行应有的深思。或者，也许对于那些《格兰特》的读者来说，他们已经担心了很多年，最终却发现这是徒劳的。但是，随着时间流逝，长期负债人遭遇的各种变故并不能减少他最终被问责的必要性。相反，如果美元负债这样逐年积累下去，终有一天，美元的境外竞买人会觉得自己手中的美元已经够多了，转而青睐其他货币资产。这种情况发生的几率只会随着负债的增加而越来越高。因此，如果你碰巧看到一只既安全又便宜的证券，而且还不是以美元为货币单位的话，你就可以特别关注一下了。我情愿用黄金充当货币和那些印钱的央行的对冲。我明白，黄金赚不了钱，黄金带不来收益，因此，黄金的价值无法用具体的数字衡量。我想说的是，世界的金融秩序本身就是琢磨不透的。

美国经济高度可控的时代已经过去了。现在的情况是信用风险和幕后控制在一定程度上形成了一个微妙的平衡。在过去，银行借钱并收取贷款的利润。它们服务到位，必要时还会提供配套的服务。如今有了对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和经纪行，谁都可以借钱给别人。但贷款人不再拥有贷款了，很大程度上，所有权在资产支持证券的投资者手上。

这一金融技术的突破产生了深远的影响。信贷分析越来越隶属于金融工程学。你知道两者的区别，是吧？接下来我要引用的一段话并非出自《积极谨慎的投资者》，而是摘自《格兰特》："金融学是架构现金流的科学。信用分析是赚钱的艺术。"在这个扩大化的信用圈作用下，没有人会担心赚不到钱。从很低的名义利率、相对于国债利率仍旧很小的风险利差以及越来越多的结构化债务工具的发行中都可以看到迹象。现在的投资银行和评级机构就像炼金师一样，把 B 级的废料变成 A 级的黄金。

如果说在发放贷款时，使用精算法好像比数码时代前的逐个案例分析法要更具优势，这话没错。如果说美国的负债与本国商品和服务的产量之比好像正前所未有地高，这话也没错。但仔细想想这些事实，我们恐怕要紧张地咬指甲了。但请等一等，并不会有失业者等待领取免费面包的长长的队伍，也不会有银行挤兑，更没有大萧条。只有对我们这些看空美国负债的人来说有些烦恼的事情。对于认购所作的保险精算以及国家杠杆所起的加速作用给我们带来了无比的喜悦，使得证券市场的发展迅猛，也使得国家的发展进入了一个相对繁荣的轨道。在 1975 年底，债务与 GDP 的比率为 1.6：1，同时道—琼斯平均指数在 852 点；而在写本篇文章时债务与 GDP 的比率上升为 3.2：1，同时道指也飙升至 12 000 点。

当然，这种由杠杆作用所带来的财富不会永无休止。这是不可能出现的。1990 年以来，周期性的干扰给马丁·怀特曼型的投资者带来了无限的商机，而如今住房面临的问题却是下一个周期性的干扰会不会带来伤害。

我希望这个答案是肯定的。好吧，就让我来解释一下——是我预计将会带来伤害。如果我注定做了错误的预测，将来我会向马丁致歉。但首先我想引用马丁的一段话(再次引自《积极谨慎的投资者》一书)："仔细研究一份交易，问自己一个最重要的问题——我失去了什么？只有当风险似乎能够得到控制或一定程度的缩小，我们才能谈第二个问题，那就是我到底能赚多少钱。"在这里我就告诉你，在现今的信贷市场中，第二个问题已经变成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一个问题。

有时候第一个问题甚至根本不会出现。比如，如果一切按计划顺利进行，购买低等级次贷证券的投资者会得到比国债曲线高出几百个基点的回报。如果不顺利，他们就会损失本金。而在现阶段，随着房价的疲软以及取消抵押品赎回权的增加，“不顺利”发生的几率往往更高。在以前，一个谨慎的贷款人还能睡得好一点，因为无论如何，他了解自己的信贷。但现在的抵押贷款投资者们就没了这种底气。他们没有发明出计量经济模型，因此也没办法做到把超过80%的BBB级抵押贷款池重组为AA级或AAA级。这些抵押贷款投资者们完全不了解自己的投资组合中包括哪些内容，他们与那些不做研究的权益投资者一样，看到市场下跌就连忙买入。

公司贷款的情况和抵押贷款相差无几。标准普尔公司在上周提醒大家关注由银团贷款带来的风险。当然，银行仍向外放贷，但不再持有它们自己创造出的全部贷款。相反，银行把这些贷款打包卖给了投资者。标准普尔公司发现：当贷款人了解到他创造的贷款会停留在他人的资产负债表上时，他就开始有些懈怠了——这并不令人感到惊讶。《金融时报》引用标准普尔公司的话说：“我们发现的风险是，近几年银团贷款变得过于便捷和容易，以至于一些包销商对新面世的信贷产品只能接受装装样子的信贷分析，因为他们根本不想把这些产品留在手上。”

一些人支持这样的发展。因为信用风险不再仅集中于几家大规模的固定银行，也分布于金融系统的各领域。他们的理由是，这个世界已经安全多了。至少一些人声称，银行业也变安全了，考虑到自2004年6月25日以来就没有一家投保的银行倒闭过。自从1933年联邦存款保险公司(FDIC)建立，该行业已经创下了偿付能力延续时间最长的纪录。通货监理官约翰·C. 杜根(John C. Dugan)已经对许多正在上升的指标表示了关注——资产地位、资产折现力、工资与本金。所有这些都处于回升期。但是，杜根并不认为这些成功会永远持续下去。我们都知道，银行业是一个周期性的行业。

“随着流动性大量涌入市场，”杜根去年在通货监理署信贷风险大会(Office of the Comptroller of the Currency's Credit Risk Conference)上说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我们期待看到为争夺贷款客户而竞争加剧——这已实现。随着竞争的激化,我们期待看到对证券包销的要求放宽——这也已实现。我们还期待发现某些贷款领域,如商业和住宅房地产的新兴焦点——现在已经明确地看到了。"

杜根接着说,现在证券包销标准已经全面地、很大程度地软化了,特别是在房地产业,他还特别单独提到商业房地产。他指出,全国约 1/3 的注册银行拥有商业房地产,其资产约为一级资本(Tier 1 capital)的 300%,甚至更多。

"像这般集中资金,致使它们在任何情况下都会引起监管者的关注,"杜根继续说道,"但为了能够吸引新的企业、招揽生意并保持现有的贷款数量,银行向借款人做了许多承诺与让步,导致了商业不动产信用方面的结构弱点,而不仅仅是打折的定价。这些都引起了我们的关注,当我们看到放松监管贷款与价值比标准和负债担保的政策,这之后又会出台一些用于特殊个例的宽容性政策。我们也应该提起注意:当我们经常看到贷款人定期地调整协议,如延长偿付期和减少抵押限额。这些贷款人松弛的表现如同商业不动产集中资金一样,引起了我们的关注。"

请注意:这是在去年,而且贷款人并未停手。据彭博房地产投资信托指数显示,股息收益率正处于 10 年来的低点,这不足为奇;同样没什么可奇怪的是——引自《房地产警报》(*Real Estate Alert*)10 月 25 日刊——"在全国性房地产业相关发行激烈的竞争下,竞标者们为了胜出,日益倾向于自愿大幅缩短本应花费在必要尽职调查事务上的时间。"

当然,低价支付是存在安全边际的。然而,比起市场行情,了解更多有关某人投资的产业的发展,则会有更多的具有安全性的收益。由此,"安全又便宜"型投资会降低人们的投资顾虑。我不会妄下断论——因为即使是我们当中最睿智的人,也不能确定无疑地讲出投资市场的起起落落,但要怀有一些合理的最小恐惧。

那些持有复杂债务证券的投资者,信息相对不足。他们既不可能知道一只担保债务凭证(CDO)或资产支持证券(ABS)中具体包含了哪些信贷,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不可能开始了解在经济衰退时，这些信贷是如何彼此关联的。《格兰特》就曾研究过许多包含了超过100万笔贷款的担保债务凭证。早在一位投资者检查完每一笔贷款之前，这些债券就已经成了废纸——或是他本人早就退休了。当然，这些资产支持结构是由计量经济学家和金融工程师设计的。随着住宅房地产市场的繁荣和利率的下降，这些量化的支柱变得不可撼动，即使是持有者，也并不是很理解它们。在周期下跌时，我们就更算不明白了。或许，它将不再那么令人安心。

在过去的日子里，银行会自行计算出自己的劣质贷款。他们对此了解的比市场多(尽管这是不够的)。如今，担保债务凭证或资产支持证券投资者对其投资组合的了解，远不如经纪行推销员多。我敢说，他所了解的内容在清算前绝对站不住脚。此外，随着下一个信贷熊市的到来，我们将目击复杂债务工具快速而不加区别的减荷，以及对固定收入证券的强烈冲击。

是的，或许你会觉得这听起来很严重——有可能与巨大的战后债券熊市、1966年信贷崩溃、1971年布雷顿森林体系解体、紧随其后的巨大通货膨胀、第三世界的债务危机或是任何其他的干扰一样严重，对我们现在的金融业造成严重威胁。刚才所提到的都被赋予了黑色大字标题，但远不及这些事件对“安全又便宜”型投资者的实质伤害。而且，我所说的或许就是真的。也许我是在危言耸听——但我在这方面有些实战经验。

幸运的是，在防止金融和信贷干扰损失方面的花费足够便宜，能吸引即使是最固执的价值投资者。短期国库券支付5%利率，但是金子在地底下仍然是非常稀少的。我力劝他们多读报纸，不要忘记去读信贷新闻。正是高价的债务市场在支撑低价股票的价值。

我们的朋友——债权人

2006年11月17日

虽然AAA级企业债务人几近灭绝，但这并不意味着AAA级公司债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不复存在。正相反，大自然没有提供的，华尔街可以自己来造。利用手边现成的低级材料，金融引擎继续打造新的 AAA 级商品生产线，而固定比例债务债券(CPDO)则是刚下生产线的新品。

《格兰特》的订户不应该因为看到固定比例债务债券这个词就停止往下阅读，在过条马路都能碰到固定比例债务债券及其相关从业人士的今天，我们不能采取回避它的态度。此类金融结构的存在是信贷周期进步的标志。只有在这样一个充满自信的时刻，投资者们才会如此兴高采烈地信任数学模型以及评级机构的分析，这两者也是固定比例债务债券这种新发明赖以生存之本。在本周期的晚些阶段，众议院议长南希·佩洛西(Nancy Pelosi)或其继任人可能会召唤该结构性商品市场的“建筑师”到华盛顿来，要求他面对国会以及镜头解释，如何将评级极低的金融“渣滓”炮制成为高等级的“黄金”产品，并且一度曾使得人们深信不疑。在等待答案揭晓的过程中，《格兰特》自己认为，应该是金钱在其中起了关键作用。对于评级机构来说，结构性金融产品已成为其主要的利润来源。穆迪评级上季度不少于 38% 的收入都是来自于它们。

越来越明显的是，心宽体胖的市场先生已经说服自己相信，信贷市场不会出现另一个熊市。无论是正在欧洲风行一时的“隐含股权”，还是最具周期性的半导体行业聪明的“债上加债”，都能让我们推测出这一点。评级机构使得券商和投行能大展拳脚，信贷熊市正在撤退。当你的孙辈们一遍又一遍地让你告诉他们，在 2007、2008 或 2009 那几年伟大结构性产品和债务崩溃的表现，以及你是如何因此而致富的，你一定会希望有些事实依据可以告诉他们。这些事实如下：

首先，固定比例债务债券是恒定比例投资组合保险(CPPI)的升级版，两者发音相似。恒定比例投资组合保险在 1986 年的股市风暴中作为一种股本把戏登上舞台。在时间配合方面没有任何巧合，投资组合保险在黑色星期一中扮演了主要角色。至于固定比例债务债券，它看上去是一种普通的债券，其实不然。它的推行者坚信它比恒定比例投资组合保险更好。虽然它被划分为 AAA 级，但它支付的贷款利息比伦敦银行同业拆放利率高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出200个基点，远远超过了国家AAA级证券的收益率。而收益率的所有秘密都在这篇文章里，我们一起来看：

1. 银行建立了一个特殊目的机构(SPV)。

2. 债券由特殊目的机构进行销售。

3. 收入转化为存在银行中的现金等价物。

4. 银行在衍生品市场中出售期权。具体来说，银行出售的是信用违约互换，更为通俗地说就是CDS。更为具体地说，它出售的是关于投资级别信用指数的信贷违约互换，换句话说，就是对指数组成公司借贷安全度下赌注。该期权的风险敞口通过总回报互换由银行转给特殊目的机构。

看空信贷者不支持这种交易。信贷违约互换的买家为违约、降级，或者市场风险重新评估投保。他们支付的保险费归于银行，最终归于特殊目的机构。正是这些保险费与现金等价物利息一起最后被收入固定比例债务债券持有人的囊中。这些债券通常在10年以内到期。特殊目的机构以及银行每6个月结清账户，并且将其展期为一系列新的信贷违约互换。

为了获得需要的收入，特殊目的机构或银行必须大量卖掉信贷违约互换。在被允许的最大杠杆范围内，信贷违约互换的风险敞口可达现金等价物的15倍。因此，卖出价值10亿美元的固定比例债务债券能激活价值150亿美元的信贷违约互换，这是对投资等级信用的稳定性深具信心的一种表现。对信用保险的销售人员来说，固定比例债务债券支持者坚持，滴答响的钟表声是令人愉快的声音。指数每6个月更新一次，不好的被删去，好的被加进来。发行商会问，优秀的借款人在仅仅两个财务季度破产的几率有多大？

可能这种自信有相当坚固的基础。但是，在看似一切太平的状态下，万事似乎都是稳定的。你的编辑在读马克·布坎南(Mark Buchanan)所著的《改变世界的简单法则》[*Ubiquity*，三河出版社(Three Rivers Press)，2001年版]。它是关于人与自然内在稳定性的研究。关键概念是临界状态，即一个具有突然趋势和猛烈改变特征的特殊配置。布坎南指出，世界一直处于刀刃上。在物理学和人类社会中，平衡是不存在的——事物总是处于戏剧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性改变的边缘。该洞察力能帮助解释为什么大的事件会有如此自相矛盾的琐碎的起因——或者为什么许多事值得预测，从地震到森林火灾再到信用的突然崩溃，但从未被确实地预测到。

把这些伟大的理论抛在一边，真正的平静局面不是固定比例债务债券下了赌注可以带来的。如果利率没有上升，公司不曾违约，信贷息差不再扩大，那么特殊目的机构会创造资产净值。果真这样，经营者们会把钱从桌子上收起来。如果事情发展得很好，以至于与债券发行相关的债务最终完全覆盖，经营者们可以把桌上所有东西都收起来。在愉快的现金流入日，特殊目的机构清算其信贷违约互换，把收入移交银行，以换取支付债券持有人利息和本金的承诺。然后，下一步就是与看起来像天才的推销商和信用等级评价机构的交易。

但坏事也会发生——违约、息差扩大、利率提高，等等。如果事情真的不妙，而且特殊目的机构遭受了市值计价(mark-to-market)的损失，经理们会从咬了他们一口的狗身上咬下一块肉来。也就是说，他们增加杠杆，试图通过卖出更多的信贷违约互换来弥补他们的损失——假设尚未最大限度地杠杆化。然而，银行也只给了他们这一点点自由。一旦市值计价的损失达到一定的临界点，通常是小于10%，整笔交易就会遭到冲销，剩余资产会分配给债券持有人。

为了增进客户对此创新的了解，穆迪投资者服务公司进行了一个简单的类比，它建议我们把固定比例债务债券想象成掷硬币游戏。正面是你赢，反面你输。“游戏者有一个作为最初本钱的1 000份股票，”穆迪解释道，“这1 000份股票包括他自己付出的100份股票和从朋友那里借来的900份。他最初的策略是，如果他成功地赢得2 000份股票，他就会停下来偿还他的朋友900份，如此他将获得1 100份，是其最初投入本钱的11倍。这相当于现金流入。与此同时，他的朋友也关心其股份，因此，如果游戏者赔掉了100份以上股票，他将停止游戏。这相当于现金流出。”

我们应该都有像这样天性善良、富有、老实的朋友，他乐意以适度的利率和相当小的权益为担保借出资金，以此在信贷周期中少见的低价差和奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异的自我满足时期为卖信贷保险融资。当然，这样的朋友确实存在，时下，我们称其为“市场”。

对于那些在1987年10月19日这段时间做生意的人，固定比例债务债券的一个特别值得提出的方面将会使其遭受强力打击。这就是当市场出错时仍继续增加风险敞口的意愿。亦即像标准普尔公司提出的，通过由风险资产创造资产净值来增加收入以全身而退的计划。当风险资产的业绩导致资产净值下降时，这可能被视为“追逐损失”。试图通过出售指数期货来再次平衡已被严重对冲的股票投资组合——这是1987年美股崩盘最刻骨铭心的教训。我们很容易能想象到信贷崩溃的场景。在这样一个环境下，卖空那些上涨的东西——信贷保险——这一策略会使特殊目的机构和/或银行蒙受损失，而该损失可能不会像计划预料的那样不超过10%。

目前公认的是，信贷崩溃的阴霾对于绝大多数旁观者而言是不可见的。“债务息差结合拖欠率和波动，并且它们都处在历史的低水平，”上周一个来自德意志银行的战略家这样告诉《金融时报》，“所以，企业价差也处在低点，它们本该如此。”在过去的最近几周里，投资级债券投资组合的保险成本暴跌了。道—琼斯CDX指数(即美国投资级指数)5年的保护，每年维持在33个基点，下跌15%；欧洲同等指标即Itraxx欧洲信贷违约互换指数的保护，报价为23个基点，下跌20%。这些极低的价格使得销售CDS的百慕大第一担保公司(Primus Guaranty of Bermuda，代码：PRS)削减了第三季度的销售率，理由是“挑战价差环境”。

你应该会这么说。该责怪什么人或什么东西？一些人指责过热的固定比例债务债券市场。可能他们是正确的——尽管仅仅价值20亿美元的股票已经确信发行，意味着不超过300亿美元的信贷违约互换销售额归功于它们(仅供参考：未偿信贷衍生品已达26万亿美元)。解释投资级信用保险费用大跌更好的说法是，普遍认为信贷指标已经达到了完美的平衡状态。

那些慷慨的贷款人为固定比例债务债券的发起人在大西洋两岸提供贷款。来自伦敦的德雷斯德纳·克兰沃特(Dresdner Kleinwort)投资银行10月份的研究公报，记录了欧洲公司度过杠杆收购危机后日益恶化的财务状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况。发起人在收购上的花费越来越多，但用于收购的自家的钱却越来越少：下跌的权益出资从第二留置权及夹层债务那里得到补偿，与高级债务截然相反。如果购进价格倍数能持续上涨，我们相信这样做能够让杠杆收购达到股本回报率的目标。实际上，对冲基金投资者提供了一个比较老的证据，证实致使私人股权发起人减少权益性基金投入的不仅仅是第二留置权和夹层债务，还包括将供应商和股东贷款说成是股权(这已不是一个新的事件)，私人股权发起者有时也在一些较小型的交易中运用“隐含股权”这一观念。

举例来说，假设你是一个私人资本运营大亨，想要买一家大公司中业绩不佳的部门。但不利用足够的杠杆，你根本成不了大亨。所以，你要找一个贷款人。你说 Y 公司的 X 部门卖价 5 000 万美元，但它的企业价值(指针对类似相关产业来衡量公司部门)实际上是 7 000 万美元。如此有力的陈述使银行或保险公司实际上提供了所需的 5 000 万美元，而你除了名义股本注入外什么也不用做。“债券投资者对违约事件中实体可以理论企业价值销售的事实感到满足，”德雷斯德纳·克兰沃特投资银行补充说，“理论企业价值总应该覆盖债务投资的份额。”但这只是一些安慰。

最近，债务投资者主要从利率中得到安慰，其与 20 世纪 80 年代杠杆收购热潮时期的利率相比较低。即将被私有化的飞思卡尔半导体公司(Freescale Semiconductor)，其债务投资者据说安于 8.7%的低混合利率。我们也希望他们在不久的将来能从其他资源中找到慰藉。

飞思卡尔是 2003 年从摩托罗拉公司分离出来的。它在 2004 年曾一度公有化，而通过今年最具标志性的一次杠杆收购又将再度私有化。飞思卡尔有 2.42 万名员工，在过去连续 12 个月内收入为 62 亿美元。它拥有 50 年经营历史、超过 1 万名终端客户，以及包括 5 600 项同族专利的知识产权投资组合。通过杠杆收购的形式，飞思卡尔将拥有价值 95 亿美元的债券和 55 亿美元的权益。它的债券包括高级银行信贷，高级公共票据(包括浮动利率、固定利率和实物支付)，以及优先次级本票，一年预计要支付 8.4 亿美元。

正如法律所要求的那样，临时债券招股说明书要对债券持有人公开每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"是的，没错，我们损失了您所有的钱。但钱不是一切，是吧？"

一个可能的风险，除了债权人集体失去理智这一外在的考虑。在 2001 年 3 月，当飞思尔卡还是摩托罗拉的一个部门时，数字开始展现税息前收益未能抵补固定费用，而相比之下，2001～2002 年，甚至连税息、折旧及摊销前利润都是负数。"半导体行业具有高度竞争力、持续而迅速的技术革新、较短的产业生命链、重要的价格侵蚀和进化标准。"这为竞争提供了选择。"如果我们没能跟上半导体行业其他人的脚步，就会失去我们在竞争市场中的重要领导地位。任何这种在市场中失去的份额都会对我们的经济状况和公司运行的结果造成实质性的影响。"

但是，这些发起者——黑石集团、凯雷集团、帕米拉私募基金（Permira）、得克萨斯太平洋集团，在做交易时显然不会预期它将失败。招股说明书旨在让大家明白：2001～2003 年令人沮丧的业绩与令人窒息的摩托罗拉官僚政治有关，并且尽管半导体行业可能曾经存在毁灭性周期（确切地说可能是杠杆收购中一个错误的候选人对象），但现在情况已经和以前不同了。"由于半导体行业总体已经成熟，周期中的高峰已经受到抑制，而且极有可能在更远的将来波幅也将会减小。"现在，我们注意到，甚至在这新兴的繁盛的 2005～2006 年，税息、折旧及摊销前利润减去主要的资本支出，估计仅够偿付利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，如果现在成熟的半导体行业能停止通过不断革新而自我消耗，事情将变得方便了。而如果蜂窝式电话和汽车能保持较大而且稳定的需求量，事情将更加方便，因为飞思卡尔公司从根本上来说严重依赖于需求量。这种暂停将提供喘息的空间，这对于一个新的杠杆公司把其金融状况调整至良好状态是十分必要的，即付给股权投资者大量的红利，并向那些性情好的、被公认为愚蠢而且要求不高的债权人还本付息，尤其是偿还他们从一开始就投入的本金。

我们希望这种和谐的气氛会在这次了不起的交易的结束晚宴上继续盛行。负责人和他们的律师、银行家、会计师都将举杯祝贺飞思卡尔公司的重组成功。但在这以后，当这些负责人带着最后一瓶快乐的香槟酒走开而独自一人待着时，如果没有人奋勇追上前并笑着献上下面这句衷心的结束的祝酒辞，那就怪了："敬我们的朋友——这些债权人，如果没有他们，我们能做什么？"

次贷公司

2007 年 2 月 23 日

以下是詹姆斯·格兰特在哈佛商学院建院百年的纪念大会上所作的致辞，主题为"纽约市私人股权"。

品牌中有什么？或者说，品牌中没有什么？拿"私人股权"来说，这个说法多漂亮！它意味着的是多么庄严而又殷实的形象！相反，设想如果业界必须在那个被玷污的名字"杠杆收购"的瑕疵之下工作就令人不寒而栗了。就此而言，如果令人信心动摇的称号"垃圾"被扣在了低评级抵押贷款申请上，今天我们的房价又会走向何方？但是，这里的说法是"次优级"，而住房市场越来越兴旺。

品牌销售，但数量可数。我今天的论断是美国借贷市场的数量无法统计。我认为那些私人股权业务应把其繁荣归功于一贯的对债券的错误定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价。演变出的杠杆收购业不一定能提供所宣称的净回报——最近的学术研究对此抛出了一些疑问。但有一件事是不容否认的:低价债券是今天美味丰盛、收费高昂交易的必要条件。除此之外,私人资本运营将不会是2007届哥伦比亚商学院学生110%的职业目标,也不会是他们哈佛同行120%的职业目标。哈佛的数据更高,因为哈佛更棒。

名义利率是低的,但风险利率几乎与国债利率相差无几——太接近以至于不能负担贷款人的任何东西,比如安全边际。合同保障消失了,尽管杠杆比率上升了。债券市场罕见地对杠杆贷款很欢迎。它们也很罕见地几乎不负担贷款人的保障。由于市场是周期性的,我们知道债权人终究会收回他们的那杯羹。我们只是不知道何时。(事实上,我一度认为我真的知道什么时候这个疯狂的周期会结束。它会在2005年结束。我做出这个预言已经很长时间了,并一直强调本次经济周期会于2005年结束。我现在也并不打算改变这一预测,就是2005年没错。)

从表面上看,信贷市场已达到了完美的状态。公司没发生违约,银行也没有倒闭——或者说直到不久前的某天,在匹兹堡城市储蓄银行(Metropolitan Savings Bank of Pittsburgh)价值1 200万美元的存款化为乌有之前,任何一家银行都不曾倒闭。在此之前,我们已经连续两年半没听到任何一家被保险银行(insured bank)破产的消息了。这是自联邦存款保险公司(FDIC) 1934年建立以来时间最长的纪录。如果公司真正违约,它们的索赔就会成为热门财产。标准普尔杠杆评论与数据公司(LCD)的数据显示:去年的银行债务,1美元已恢复至93美分,比此前19年间73美分的平均值要高。当然,并没有公司违约,因为它们的贷款人不允许此事发生。保护条款不仅被去掉,而且还越来越多地被重新谈判。据标准普尔杠杆评论与数据公司提供的信息,2006年有36次因违反担保覆盖测试或杠杆测试而进行的重新谈判。如果宽恕是一种美德,所有债券市场就都有资格进入天堂了。

所有市场都能上天堂,除了价值1万亿美元的次级抵押贷款市场。次贷市场并不是一种有益于金融界的反常规事物——或者,正如我所相信的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样，与其说次贷反常规，不如说它是一个领先的经济指标。次贷本身正处于衰退期。在2006年，被打包的次级贷款约有6%至少拖欠了60天。几家顶级次贷放款机构的股市资本总额正在大幅消融，美国大型次贷公司新世纪金融公司仅3天股本就缩减了43%。一只关于次贷的信贷违约互换(CDS)指数产生于2006年，最近以80的价格进行了交易，而仅4个月前它还能保持票面价值。

看多者并没有指望目前下跌的房价。在房地产繁荣时期，没还清房贷的借款人可以卖掉房子一走了之，还能赚到差价。但当房价停止上行，延迟还贷和银行收回房屋的现象就发生得越来越频繁。看多者们还忽略了一点：在地产繁荣时期承销标准的崩溃。违约情况一定会增加，因为人人都有资格贷款。实际上，住房抵押贷款的流动性大潮最终将淹没其自己。

不言而喻，杠杆化的贷款和次贷抵押贷款是不同的，所以不能对两者进行类比的分析和投资。在同意这种说法的基础上，我想把熊市的次贷借款人和牛市的次贷放款公司做一个扩展的类比。

在这种所谓创新的或者说是异乎寻常的贷款爆发的情况下，或者说在这能够对两市都微笑的良性循环中(当然这些天在贷款上这样的良性循环没有那么多)，我把公司融资中的有关相似性留给你去描绘。利率下跌，资产价格就上升。渴望高收益的贷款人会积极竞拍越来越多的贷款、债券、担保债务凭证(CDO)、贷款抵押债券(CLO)，等等。利率下跌得越多，资产价格就上升得越多。标准普尔杠杆评论与数据公司每日甚至每分钟都在追踪杠杆化的公司信贷市场，它为我们提供了这样一幅发展景象：一直发展下去，操控者期望发行人——特别那些和私募股权的赞助商在一起的——去驾驭流动资产的波动，重新定价更多的贷款，保护资本，拉升杠杆效率，争取合同上的个人特许权。

贷款衍生品的非常危险的极速增长，是广为流传的"偿债能力无论多不明确都是不受限制的"这一观点的另一个巨大贡献者。在2006年，不少于4 500亿美元的综合性抵押债务来到这个世界。令人记忆犹新的是，综合担保债务凭证为贷款和债券卖出贷款保护。它们卖出的此种保护越多——在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他情况不变的条件下——贷款息差就越紧缩，资助一次收购就越容易。

次贷的繁荣也是由金融衍生品所带来的。投资银行把价值成千上万美元的二级贷款清理干净。他们将这种产品变成资产支持证券，改造后已面目全非。它们已不再是垃圾证券，而是辉煌地转换成房屋抵押贷款支持证券的一部分。这些贷款中高达80%曾被评为AAA级。除了部分股权，没有低于BBB一级以下的。现在，一些投资者已开始有理有据地怀疑评级机构用来评定这些交易的评级模型。但在牛市，这种结构性的资金工具只引起了惊奇和感激。

随着房价过度上涨，企业收益率的走势也是如此。在标准普尔500指数中，运营收益在2002年第二季度的上涨达到两位数，并在接下来直到现在的17个季度中一直保持着两位数的增长。这是自1989年统计该数据以来，上涨时间最长的一次。标准普尔500指数所包括的公司，其净利润也是自1954年收集净利润数据以来增长最快的一次。毫无疑问，在美国的50个州中，有些公司会因这种新颖进步的私人经营而获益。但如果想要在本已完美的状态下获得提高却十分困难，目前，很多美国企业在未被管理层收购的情况下都在迅速接近完美状态。

你越观察次贷金融，就觉得它应该更复杂。你会回想起在最近的大规模节制之前，贷款人乐于面对100%甚至更高的购房价格——80%在优先留置权，20%或者更多在第二留置权。它们没有必要向优先留置权的持有者们透露低级留置权的存在。所以，在对冲基金领域也是如此。对冲基金通过借入来增加它们的投资回报。基金的基金，还有杠杆收购(LBO)基金，也是一样。你可曾想过有哪家票据交易所保存好各项记录，以向借贷双方适当提供风险信息？没有任何一家这样做。

当房主们直到最近才从他们杠杆化的资产中撤出权益时，私人股权也随之撤离了。个人之间不断相互买卖房屋和公寓，私人股权的发起人也是如此。比如，黑石集团(Blackstone Group)在前几天签订了一份合同，以22亿美元(包含9亿美元债权)的价格从CCMP资本顾问公司(CCMP Capital Advisors)手中收购了品尼高食品集团(Pinnacle Foods Group)。自这家腌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菜和鱼块生产商从2001年出现破产问题后，这是第三笔涉及品尼高公司的交易了。我很好奇：那些包装泡菜和切鱼块的工人们能记住管理部门一变再变的名字吗？

好吧，房主们再也不会烧掉他们的抵押贷款了——而且B级借款人并不渴望投资级别的债务评级。因此，还是根据标准普尔公司提供的数据：1980年在被评级的工业股中，仅7%被评为B级，而现在却有42%。该公司新撰写了一篇题为“论B级公司的崛起与B级作为资产等级的耐久力”的报告，文中指出，“B级信贷期望能在食物链中向上挪动。在经过杠杆收购后，一些公司会试图提高表现，并随之进行首次公开募股(IPO)。如果非常幸运的话，它们有可能重新回到原来的投资级别，或至少能回到BB级。好吧，这种想法听起来不错，但已经是老皇历了。现在B级贷款所面临的一个现实问题是‘再杠杆化’。在过去的几年间我们已经看到，在股息资本重组(dividend recapitalization)和相关融资行为的允许下，股权发起人和其他人可以从B级公司撤资。结果最终往往是削弱了信贷……换句话说，B级公司就是B级公司。如果这类公司所有的信贷好处都不复存在，在重新评级时，它们就会再次遭遇降级和高违约率的风险。有些人把这个过程形容为把病人从普通病房转到加护病房。另一方面，对股权赞助商来说，股息资本重组当然比等待首次公开募股更好”。

敏锐的发起人能够看出其成功取决于持续的债务失真(distortion in debt)，因此，他们会采取措施确保这个金融周期不会发生转变。我不知道如何能做到这一点，但首先要去做你能做到的。比如，邀请贷款人共进午餐，或许这份善意能让你在接下来的几个季度还能买到标价便宜的资产。

解雇聪明人

2007年6月15日

以下是詹姆斯·格兰特在加拿大安大略省尼亚加拉滨湖小镇对费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔法克斯金融控股有限公司(Fairfax Financial Holdings Ltd)董事会所作的演讲。

几天前，在尼亚加拉大瀑布另一端那个人口众多的国家担任央行行长一职的凯文·沃什(Kevin Warsh)，正在歌颂金融创新。他指出，资产支持证券、各种类型的金融衍生品、对冲基金等，都在让世界变得越来越好。银行不需要再保留其放出的贷款，券商也不必仅仅销售他们包销的证券。沃什评论说，这也是一件好事。他在接下来的讲话中引用了许多匪夷所思的数据，以至于伦敦听众们怀疑自己是不是没听明白他的美国口音。

"在2006年，美国信贷市场的净借人额为3.6万亿美元，"沃什告诉他们，"其中的8 200亿美元，或者说近1/4已被证券化。"他还补充道，利率互换和期权的理论价值已经在过去4年里增至3倍，接近300万亿美元，同时，未偿付信贷的理论价值在短短两年时间内增至将近5倍，到了29万亿美元。面对这一巨额数字，我要补充一点：超过1万亿美元的担保债务尚未偿付。

沃什只是在服从上级的命令。格林斯潘的美联储"保佑"了担保债务凭证(CDO)等金融衍生品的泛滥，而伯南克的美联储同样对它们说了"阿门"。风险远未增长，争论还在继续，创新的金融技术已经驱散了风险。他们通过提供给投资者定价的方法使其合理化。"我们作为政策制定者，"沃什承认，"在这个快速变化的时代中做最后的市场裁决时应该仔细、虚心。"但这个乐观的中央银行家明确地相信这种改变是好的。顺便提一句，这种类型的乐观的中央银行家是另一种形式的金融创新。

沃什继续指出，金融创新是流动性的源泉。现在，"流动性"一词可以意味着任何事物或什么都不是。在经纪公司推销员的口中，它通常意味着"扩大信用"，这引领着一种容易记忆的投资建议："消费。"沃什自鸣得意的是，他自己曾在摩根士丹利做过投资银行家。他对"流动性"一词也有自己的理解。他说，流动性是一种幸福的状态。在这种状态下，投资者不用过度改变价格就能快速进出市场。自信是流动性的来源之一，金融工程则是另一个。自信源于工程进步，由于技术将安全保障分解，重新分配了其组成成分。抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

押，除了一堆期权以外，到底是什么呢？把抵押本身撇开不看，它提供了投资者想要的份额和风险预测。“把安全分解成风险成分，”沃什说，“金融创新可以解开流动性的束缚。”

我站在其论点的反方——并不是说要急着回到依靠基础书本、电话，甚至是借款人与贷款人面对面的商谈。我的任务是探索沃什和他的同事太高兴以至于会忽略的风险。我的观点是金融的复杂性留给我们一个明确而现实的危机。并且因为我是价值投资者阵营中的一员，所以我不需要阐述对于支持流动性、纪律严明的机会主义者来说，这种危险所蕴含的机会。这意味着可以更低、更好的价格入市。我的计划是描述风险、推测商机以及为改善提供适度的建议。



“好吧，让我再试一次。求求您了，贷款经纪人先生，我能贷一笔款吗？”

对复杂金融最好的批判正是由聪明人自己做出的，《我们自己制造的魔鬼：市场、对冲基金以及金融创新的风险》（威立出版社，2007 年版）一书由理查德·布克斯塔伯（Richard Bookstaber）所著，此人毕业于麻省理工学院，曾任华尔街风险管理人，目前是对冲基金经理。奇怪的是，布克斯塔伯反映，在过去的 20 年里，当经济水平低迷时，股票市场仍然保持增长。他写道，金融工程师一边给我们带来更多危机，一边在建造更好的避风港。“事实是，尽管对国家来说外部经济风险显著下跌，但绝大多数的市场金融风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍在增长，这是市场体系设计缺陷的重要表现，"布克斯塔伯指出，"风险应该被减弱，但它没有。"

该作者似乎自娱自乐地剖析了像他自己那样爱冒险又自大的受虐狂，对 1987 年投资组合保险和十年后长期资本管理公司的过度延伸集中贸易想入非非，并且在此期间触发了加州的橘子县危机，同时给像宝洁这样的大机构和抵押担保证券市场带来恐慌。根据布克斯塔伯所说，复杂的金融衍生品或资产重组的全部问题并不都出在它们自己身上，其并非单独地显现出不可逾越、无法规避的风险。困难在于，金融市场是相互依赖的或者紧密连接的。

布克斯塔伯解释道："紧密连接意味着一个过程中的组成部分都是关键的、相互依赖的。它们几乎不会为错误或重新校准和调节的时机留有余地。"空中交通管控便是一个紧密连接过程的例子。金融市场的每日动作则是另一回事。作者继续说道："在金融市场上的紧密耦合来自直达信息流，不要求即时的流动性。"信息刺激了贸易，并且贸易一直在进行，没有停顿。紧密耦合被杠杆作用所加强，本身就是一种直接导致的流动性。杠杆和保证金只是用于以证券为担保贷款，并且以该抵押品放贷的意愿与贷款人迅速卖出证券的能力直接相关，如果不存在保证金的话。流动性越高，证券的杠杆条款就越好。如此紧密耦合，意味着更高的潜在的杠杆作用。

就布克斯塔伯的话来说，对于金融市场，原本就有流动性的紧密耦合正好反馈出资源的复杂性。流动性是衍生品的生命线，不像基础证券，衍生品的创造基于其可以进行持续套期保值的假设，所以不断要求流动性。没有流动性，衍生品市场就会消失。

如果沃什看了布克斯塔伯的书，他就不会那么做了。美联储指出，金融创新提高流动性。华尔街对冲基金经理辩解道，金融创新取决于流动性，以防极度复杂的结构和期权被冻结而无法交易。

要不是他理想化的市场中有人类的存在，沃什可以提出更强有力的论据。既然如此，人类是易于打扰和困惑的存在物，高价买进而低价卖出，像他们的祖先一样走进同样的门里。如果任何投资企业能够预防错误的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资本管理公司的基金也该由天才来管理。确实，像布克斯塔伯写的一样，美国长期资本管理公司也曾一丝不苟地模拟和监测其市场风险。它拥有广阔的多样化特征和遍及整个世界的市场。该公司的风险模型研判过去的价格变化，向公司合伙人保证它们能抵御百年一遇的金融洪水。

美国长期资本管理公司的一位幸存者约翰·梅里韦瑟(John Meriwether)事后后悔万分地说，关于洪水的类比——他更喜欢用飓风——容易让人误解。因为大自然不会纵容我们，但我们自己会这样做。他说，"飓风不大会给我们带来太多伤害，因为我们已经购买了飓风保险，但金融市场却不是这样。越是卖出更多的飓风保险，这场天灾就越会发生，因为那些知道你卖掉了保险的人能让它发生"。

现在，我想引用我最喜欢的金融著作中的一句话——实际上，该著作也是我最喜欢的书籍之一。《天才的生活：对物理与金融的反思》(*My Life as a Quant: Reflections on Physics and Finance*)，其作者是伊曼纽尔·德曼(Emanuel Derman)，这本书和布克斯塔伯的那本类似，都用了自白体。在接触衍生品之前，德曼是一个物理学家。他认为，实验室与市场的不同在于："物理技术几乎不能比在金融界里产生更多的'真相'，因为'真的'资产价值其本身就是一种值得怀疑的观念。"德曼写道："在物理学中，一种模型如果能正确地预测到将来行星的轨道或者新的微粒的存在和性能，那么它就是正确的……在金融界，你不能用这种观察发现来轻易证明一个模型正确。数据是缺乏的，更重要的是，市场是动作和反应、论题辩证逻辑，以及对照和合成的竞技场。人们从过去和错误中学习并且继续去犯新的错误。金融在一种制度下是正确的，在另一种制度下却是错误的。"

"因此，"德曼继续写道，"物理学家不会从他们的理论中期待太多，尽管许多经济学家会天真地这样做。也许这是因为，以能进行极好预测的理论培养出来的物理学家知道基础理论和现象学玩具的区别，尽管后者可能是有用的。训练有素的经济学家也未曾见过真正一流的模型。这不是说物理学更好，而是金融学更难。在物理上，你的对手是上帝，但他不怎么改变其规则，当你击败他时，他将让步。在金融上，你的对手是上帝的创造物，是那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些用他们短暂的意见来衡量资产的代理人。当他们输的时候，他们自己并不知道，所以他们坚持不懈地尝试。"

布克斯塔伯指出，过去20年来的恐慌、破裂和有惊无险是市场自身复杂结构的主要来源，他说的可能有些过了。在人类发现抵押贷款的最终目的是以资产支持证券的形式来拆分和重组之前，或者在发现债券只是一种被称为信贷违约互换的衍生品的一个可怜的替代物之前，市场就有足够的金融弊端了。比如，1929年还没有有价证券保险，1907年也没有长期资本管理公司，但历史还是记录了那些年对杠杆作用作出乐观估计者的亏损。

有了以上这些条件，我衷心同意布克斯塔伯的话，正如我也确实不同意沃什的话一样。杠杆作用的复杂性是令人头疼的。更重要的是，它仍然在扰乱今天的市场。想象一个拥有一切的年轻人——他有钱，有家庭，有良好的外表。这个幸运的小伙子就是美国以美元占主导地位的信用市场。他被低利率和几乎看不见的极低的公司违约率喂养长大。家里的食客告诉他去年恐慌和熊市的故事，但对我们备受溺爱的男孩来说，它们只不过是故事而已。所以，当政府债券市场上周暴跌后，无论是垃圾债券市场还是杠杆贷款市场都只能倒地抽搐了。我们年轻的小王子好像还以为自己是无敌的。

当然，信用市场是被高度平衡地调节的。如果不是的话，那么它就会无视人们的经验了。极低的名义利率、高度的自信和简单的借款条目是毋庸置疑的。对世界股票市场来说，这是一件令人非常愉快的事情。除非你像我一样，认为信用风险总的来说抑制了价格，并发现信用市场的结构是不稳的，那么你会发现它确实是令人担忧的。在这种情况下，你会害怕私人股本的繁荣、房地产泡沫以及那些担保它们的信用市场。

从沃什的字里行间可以看出，美联储明显对"有效市场假说"情有独钟。投资者们是否总是精明冷静？市场是否不存在矛盾冲突？信息是否能广泛传播到每一位头脑清醒的市场参与者耳中？他们会根据这些信息作出反应吗？如果你都回答"是的"，那么你也适合在联邦储备系统理事会(The Board of Governors of the Federal Reserve System)工作。

对沃什的观点作出妥协，我会承认，市场的效率在于操纵市场的人。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的市场会有多高效呢？我们看看抵押贷款就知道了。现在有一个生动且犯了复杂性错误的例子。随着漫长的发展，贷款人很高兴地相信一种信誉度很高的提议。他们认为，一些低等级的抵押可以转变成高等级的安全抵押。只有非常聪明的人才会想到如此棒的点子，但只有受教育的人才能接受它（他们被教导尊重伟大的想法，无论那些想法有多荒谬）。这种魔力的源泉是什么呢？现金的流通保证了对持有者高级索赔的持续赔偿。拒付的风险，虽然不过尔尔，是由夹层和部分股权持有者承担的。他们很乐意承担。评级机构赋予他们以其为基础的规划的假设及计算的许可。

投资者满怀信心地购买（股权）。他们知道评级机构的违约概率生成模型具有蒙特卡洛多级仿真违约概率的特征，就更加安心了。除此之外，抵押研究者及评级机构研究专家认为多样化是它们的保护伞。一只住宅抵押贷款支持证券（RMBS）包含全国各个地区的抵押贷款。担保的多样化提供了信用执行的低关联性。至于房价，抵押研究专家认为是肯定会上涨的，而且所有人认同，房屋所有权是一种纯粹的社会利益。

如果贷款人、借款人、评级机构分析家、投资银行家、估价师等并非人类，那么事情会有一个完美的结尾。但是不会的，因为在市场中人们会忽略他们对别人的影响。那些独特且不受抑制的承销行为，推高了房价，从而诱导借款人使用更多的杠杆手段。不想在竞争中落在后面，所以贷款人提供更简单的贷款条目。最初的贷款被发放后，会被送进证券化工厂，被“工厂”加工后出来就是资产支持证券（ABS）、担保债务凭证（CDO）等金融产品，适合寡妇、孤儿、外国央行等各类投资者。谢天谢地，对冲基金和专项交易平台吸收了剩余等级较低的信贷风险。沃什在前几天的一次发言中向那些社会捐助者表达了敬意，说道：“通过在各种合同中作为合约方，这些机构在我看来，在不断发展的市场中起到了关键作用。”

储蓄机构曾经一度不仅可以放贷，还保留贷款。如今，银行不会再把贷款卖出去了，有时候对冲基金也不卖。惠誉国际在一项名为“对冲基金：信贷市场的新典范”的新研究中指出，惠誉评级强调了这些新安排中的风险。惠誉分析师罗杰・梅里特（Roger Merritt）和艾琳・费伊（Eileen Fahey）问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道，当对冲基金面对主要经纪人催缴保证金和有限责任合伙人要求赎回的时候，有这么多别的金融产品，谁会在熊市持有贷款？当然，研究认可，不是所有基金都是狂热扩展型的。

这两位研究报告的作者继续说道："整个借贷市场的借款条目仍在减少，而嵌入式杠杆贷款却有向复杂结构转变的趋向，这些已被信贷违约互换的巨大增长和杠杆贷款市场所证明。主要经纪人之间的竞争，尤其是来自于低一级经纪人的商业竞争，同样表明了借贷市场缺乏纪律的风险。"

是的，抵押贷款领域的学者回答道。但在他们建成的结构当中，地理上的多样性构成了一道难以逾越的高墙。他们已经计算过了：一部分资产池会下跌，但其余的会上涨。它们的关联程度之低还算令人放心。

我对此的反驳是，用惠誉的话来讲，"下一次存款下跌将来得更为突然，随着对冲基金和主要经纪人在更加风险厌恶的市场中冲抵其头寸，资产的价格也将关联性地下降。一次去杠杆化的事件很可能将影响大部分信贷市场，如果不是全部，这将导致对冲资金和主要经纪人将最有流动性的头寸兑为货币的现象有关联地增加"。

我打赌，随着下一次信贷熊市的到来，关联性将被证明是相当高的，遍及债务证券的全部范围。最终一切都将被发现与存款自身相关，对于我们抵偿债务的能力，子孙们将大摇其头说："他们到底在想什么？"

毫无疑问，流动性的降低将在所有的市场和时段中创造大量不同寻常的机会。惊慌的投资者将不再比心满意足的同行更担心价值。复杂抵押结构下的熊市也许会显得尤其混乱与狂暴。那些组分到底价值多少？在市场繁荣期，评级机构的模型说它们价值多少就是多少。而当熊市到来时，它们的价格就要看买家愿意为它们付多少钱了。当没有人愿意用票面价值购买这些金融产品时，发行商们甚至会祈求我们用 50 美分购买价格为 1 美元的产品。

价值投资的哲学前提是，未来是不可预测的。自己不知内情并且深知他人也不知道内情的谨慎投资者，坚持用低价的形式获得安全边际。当然，在一个信贷泡沫里，一个人能坚持到脸色发蓝。价格永远不会得到满足，直到泡沫破裂。可能，仅仅是可能，这个破裂只是一个开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新银行家的时光

伊曼纽尔·德曼，这位物理学的领军人物，在梦想破灭之后述说了一个关于长期资本管理公司的小故事。当他还在高盛的时候，参加了一个召集一小部分长期资本管理公司合伙人去讨论投资组合互换萎缩的会议。“在简短的谈话中，他们问我们的问题体现了一个迅速的对于理论细微差异的理解，其理解的深刻性和复杂性远远超过了其他任何一个我们所知的高盛的交易者所问到的问题。”德曼写道，“这是非常令人震惊的——意识到那些有着丰富经验并且知识能够横跨数量界和交易界的人们将自己带到了灾难性的地步，尽管他们如此精明。”如果长期资本管理公司的诺贝尔奖获得者会失算，我们所有的人都可能犯错，不仅仅是穆迪和标准普尔的抵押贷款模型师。

读了德曼的故事，我想起了沃伦·巴菲特对“智商”的评价——参见巴菲特为格雷厄姆的著作《聪明的投资者》(*Intelligent Investor*)第四次改版所作的序言。这位来自奥马哈的智者写道：“要想终生获得投资成功，并不需要顶级的智商……”笔者也曾仔细思考过这个问题。极高的智商不仅不能保障投资成功，还会危及这位天才自己的净资产，以及他人的安全与财富。因此，我极力主张美国和加拿大相关的监管机构在颁发证券执照时加入智商测试。成绩不设下限，但不能让任何一个智商在115分或以上的人进入金融市场工作。金融对我们太重要了，绝对不能让聪明人掌握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 证券分析的艺术

帕里亚俱乐部

2000 年 2 月 4 日

据我们看来，证券市场股价错估始终存在，但这种错估正开始以对称的形式出现。比如，市场上原来有大量价值被高估的股票，但现在被低估的股票也开始增多。可能只有投机泡沫破灭，股价才会真正安全。但是，总是由于这样或者那样的原因，有些公司遭遇了专属于它们自己的熊市。如果能按时间顺序记录一下这些超低估值公司的股票，可能会是一件很有益处的事情。

从现在开始，我们一起来看 3 只股票。这 3 只股票的股价都曾大幅缩水到很便宜的地步，所以按照我们的理解，它们都不是理想的投资对象。先看其中的两家——洛克希德·马丁公司(Lockheed Martin Corp.)和雷神公司(Raytheon Co.)，它们无疑都是国防产业中不可或缺的企业。第三家则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是世界著名烟草销售商菲利普·莫里斯公司(Philip Morris)——道—琼斯股票指数中少有的分红率达到9%且市盈率仅为4～5倍的公司，不过，也是罕见的、产品品牌几乎沦落为人民公敌的上市公司。在刚开始研究这家烟草巨头时，与人们普遍的偏见相反，我们十分看好这只股票——因为它身上具备了一些颇有诱惑力的估值特征——但随着研究的深入，我们却越来越不看好它(可能这正是这只股票的有用之处，但我们不想在这种可能性上浪费时间了)。[1]

万宝路香烟、美乐啤酒和卡夫芝士在上一季度赚了20亿美元，并于1999年在纽约州投入了902 000美元用于政治游说及竞选，数目堪称惊人。《纽约时报》上周五报道了菲利普·莫里斯公司的这一项支出数额，同时还提到公司已被处以75 000美元的罚款，并且其首席说客奥尔巴尼(Albany)也因触犯游说法而被禁止在纽约的一切工作。《泰晤士报》也对此作了报道，称全国中学生吸烟率已“再创新高”。

简单地说，这就是烟草生意。巨大的金钱利益高于一切，使烟草公司在面对自己产品对公众的危害时，也能不为所动。(也许，烟草仍风靡于美国的青少年，是因为烟草确实容易让人得烟瘾这种“疾病”。)在2000年，公司获取了定价特权。无论产生多高的回报率，它都不担心会有人来竞争。吸烟没有未来——无论对于吸烟者还是烟草公司都是如此——菲利普·莫里斯公司已将游说费用的剩余资金重新返还给股东们。去年，菲利普·莫里斯公司向股东们支付了77亿美元，其中的44亿美元作为股息支付，剩下的33亿美元用来回购股份。摩根士丹利的烟草行业研究团队认为，这77亿美元大约是其市值的15%。这使得菲利普·莫里斯公司的股票代码“MO”成为股价疲软的代名词。周一收盘时公司股价下跌，历史市盈率和市销率分别仅为6.4倍和0.8倍，股息收益率则达到了9.17%。

事实上，如果忽略掉不该忽略的诉讼风险，那么它还算是一只低价股

---

[1] 菲利普·莫里斯公司在2003年更名为奥驰亚集团(Altria Group)，目的是为了“更清晰地呈现公司结构”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。看涨的投资机构声称诉讼风险高峰已过，它们认为菲利普·莫里斯公司大规模的股票回购正透露着股价回升的迹象：因为只有当公司有确凿的法律依据时才会使用其现金。或许，用以前那种垃圾债券募集说明书的措辞来说，这是得不到保障的。现在是包括菲利普·莫里斯公司在内的烟草产业的解禁期，公司已经被几乎所有人起诉，其中也包括克林顿政府（这毋庸置疑）、大部分的佛罗里达原告以及尼日利亚和马歇尔群岛等地的受害烟民（或前烟民）。烟草公司当然赢得了一些官司，但也输了一些。败诉带来了更多的诉讼，这种循环模式就像世界中央银行出售的金条在经历了牛市的销售期后阶段性地陷入低迷那样，只不过烟草诉讼案中烟草公司的代价是诉讼，而不是金条。没有了偿债风险的威胁或许是好事，但意见不定的陪审团（就此案例来说，可以说是合理的）判决赔付的风险却依然存在。“管理部门无法对这笔意料之外的诉讼判决所致的损失或损失额度做出实质性的估计，”最新一期的菲利普·莫里斯公司 10-Q 报告第 22 页写道，“现行的法律及诉讼环境实质上是不稳定的，公司的生意、交易额、经营成果、现金流或者是财务状况很可能会受到公司目前在审的诉讼案可能出现的不利判决和处置以及联邦法令和地方烟草法规等诸多因素的影响。”一个朋友称，烟草公司股票是当今仅存的可估值股票。

《格兰特》坚信任何事物在价格上都是可以估算的，烟草公司也不例外。据此，我们很高兴看到 11 月 5 日刊登的看涨板块中的美国通用雪茄控股公司（General Cigar Holdings）市值仅为瑞典火柴公司（Swedish Match）招募资金总额的 64%。雪茄和香烟一样有害健康，但正如一位热心读者指出的那样，通用雪茄控股公司的股价正处于谷底，甚至低于其每股净资产，这显然是一家便宜的公司。

菲利普·莫里斯公司股价看起来和通用雪茄一样便宜，但实质上并非如此。此外，该公司在面临自身错误决策的后果时，不是顺应民意积极进行弥补，而是聘请律师进行诉讼对抗。事实上，抵制烟草的民众抗议不仅存在于美国。12 月 8 日，法国的一个法庭受理了针对高卢烟制造商塞塔公司（Seita）的诉讼，塞塔公司被控对一名忠实烟民的死亡负有部分责任；引用竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选年的术语，我们可以说牺牲文化已传播至欧洲了。日益壮大的《格兰特》家庭从来就不是由政治联合起来的，编辑的意图也并非把个人责任哲学强加于读者身上。显然，财务才是考虑问题的关键。将这起诉讼冠以全球诉讼史上之最虽显草率，但也并不是全无可取之处。



"谁是沃伦·巴菲特?"

作为一起纯金融实验，将菲利普·莫里斯公司股票的潜在风险收益与烟草清算资产证券化公司(纽约市政府的合法附属机构)的免税债券相比是有趣的。烟草清算资产证券化公司(TSAC)10亿美元的负债按照1998年所谓的和解协议由46个州(以及大量的其他公共机构)以预付款冲抵。2033年到期、基准利率为6.25%的债券收益率为6.62%，被穆迪公司、惠誉国际和标准普尔分别评级为Aa2，A+，A，而同样享有A级信誉的菲利普·莫里斯公司却提供了9%的税前股息收益率，如前所述——税后相当于一个富裕的纽约人拥有4.5%的收益率。

那么，该做何选择呢？如果有人明确告知，我们会选级别较低的菲利普·莫里斯公司股票。免税债券仅承担了利率风险和信用风险，在股票牛市中收益率显然不如菲利普·莫里斯公司股票。唉！只怪诉讼的烟云笼罩，挥之不去，不见任何扭转局势的契机。我们就此结束了这项研究，得出的结论无异于此次研究的起始点：菲利浦·莫里斯公司的股价陷于低迷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来看洛克希德·马丁公司(LTM)和雷神公司(RTN/B)。据我们了解,这两家公司分别是美国国防承包领域的老大和老二,但它们的股价却一直处在低谷,这在高科技企业中也是很少见的。事实上,这两家公司几乎都曾在其资本结构、负债及权益等方面令投资者屡屡失望,且两家公司都吞并了另外一家公司[1997 年,雷神公司与哈夫斯电子(Hughes Electronics)的国防业务部门兼并;1995 年,洛克希德和马丁·马利特(Martin Marietta)兼并];兼并后的两家公司盈利都令其投资人非常不满意,也让其债权人忧心忡忡。去年晚些时候,洛克希德·马丁公司因为信用评级低而不能发行商业票据,只好通过向银行借贷和发行债券来融资;至于雷神公司,其年末资产负债表中的短期负债飙升,同比几乎增长了 20 亿美元。吉米贷款公司(Gimme Credit)的卡罗尔·李文森(Carol Levenson)察觉到雷神公司评级下降(洛克希德·马丁公司也同样),他评论说,"因此,债务保护措施正逐渐失去其作用(而且预期一年后就彻底不奏效),公司正变得越来越依赖于银行提供的宽松融资。这是一个让人担忧的事态,可能会导致公司面临更大的偿债风险"。

在刚刚过去的 7 月,雷神公司的市值还是其年销售额的 1.3 倍;而现在——在至少发布了 3 次灾难性盈利预警公告后——其市值却仅为年销售额的 38%。可以肯定的是,雷神公司和洛克希德·马丁公司都在举债经营;即便调整债务,其股价都依然低得惊人:雷神公司和洛克希德·马丁公司的市销率是 0.87 倍和 0.73 倍,而市净率分别是 0.71 倍和 1.12 倍。

洛克希德·马丁公司在尝试为有厌烦情绪的投资者带来希望。就在上个月它将季度分红减半,并重申接下来会把 2000 年的盈利预测修正为每股 1 美元(大约只有华尔街去年 10 月所预测的一半)。《华盛顿邮报》评论道:"即便以这种悲观的角度看,公司也仍存在许多走向衰弱的可能,诸如将价值 70 亿美元的 F-16 战机卖给阿联酋的一纸合同。这项交易已经进行了长达一年多,但仍未最终决定。"

然而,我们仍倾向于看涨。最重要的原因是,公司与其主要客户之间相互依赖,而且双方对对方都高度依赖。事实上,国防部的高级官员对于华尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

街降低公司的股价进行了批判；他们说不能理解市场偏好的高科技公司竟然无利润，而且收入少之又少，更别说有数十亿美元的政府业务方面的订单。(事实上，雷神公司积压的订单高达 284 亿美元；洛克希德·马丁公司积压的订单有 495 亿美元。)他们显然被激怒了，听上去他们就像是价值投资者。

当然，这不表示熊市将要出现。然而，我们同意官方对隐性牛市讨论的评论。打个比方，和电子玩具不同，雷神公司和洛克希德·马丁公司总能有其一席之地。在国防部副部长雅克·S. 克斯勒(Jacques S. Gansler)看来，在过去 10 年间国防支出已大大缩减，自从邪恶帝国关张以来，国防采购已下降了 70%——但我们相信，不管是谁在明年秋天选举中赢得总统职位，国防支出还是会回升的。

外界关于财务状况的批评屡见不鲜，令两大公司蒙羞的管理层很难对此装聋作哑。但即便他们没有任何弃旧图新之意，公司破产的可能性在我们看来还是很小的。站在公司科技价值的角度分析，雷神公司和洛克希德·马丁公司所占据的"位置"甚至比亚马逊或阿卡迈(Akamai)技术公司更为重要。

我们再来看看埃德·沃尔什(Ed Walsh)怎么说。作为国防业长期的权威人士以及位于奥科克奎安(Occoquan)的《海军系统更新》(*Naval System Update*)的创始人和编辑，他负责在技术层面简要介绍两大国防业巨头的困境。埃德·沃尔什的观点简言之为：雷神公司和洛克希德·马丁公司是无可匹敌、无法取代的；这两大公司的状况定会好转，因为在某种程度上这是必然会发生的。

"金融界的人们普遍认为，"埃德·沃尔什评论道，"雷神公司和洛克希德·马丁公司已经变成冷战后世界里的恐龙了，为了抵抗灭绝而试图通过计划不周的购置和笨拙的游说来拖延难以抑制的股价下跌。大众的意见是基于事实，但只是基于部分事实而已，而且这些事实也将被国防系统工程和系统集成的潜在发展进程所赶超和推翻，因为目前大批国内外的顶尖专家正致力于这项工程。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃德·沃尔什表示，所谓的“系统集成”指的是能使战斗组件所需的基础软硬件联合起来的设计，这些组件将会应用于海军军舰或空军战斗机，或应用于陆军或海军的陆地运输工具。比如，一套成功整合的船上电脑系统可以搜寻到速度为每小时 3 000 英里的敌方导弹的临近，并将信息传送至船上的炮架或反导弹系统。成功的讯号由在半空中的爆炸声传递，传输方向反向于船壳。事实上，击中从天而降的导弹也有一些让人不安的失误存在，但洛克希德·马丁公司的股价的确因其战区高纬度防御系统而在 8 月份显示上涨态势。雷神公司是海军弹道导弹防御项目的主要承包商，承担提康特罗加级巡洋舰和阿利·伯克级驱逐舰的部署任务。

当然，信息时代一定会有信息战争。1997 年美国的《四年防务评估报告》作为下一代防御计划的基础文件，指导美国国防部“联合成就信息强势化——搜集连续的信息流并散布至整个美军战场”。

埃德·沃尔什结语道：“这个信息平台是由洛克希德·马丁公司和雷神公司统筹掌控的。它们在防御系统工程和系统集成中的作用有赖于数年来公营团体专业经验的积累和发展，这些专业经验不仅包括对于武器系统生产的管理，也包括管理工程、测试以及后方勤务这些给予计算机引导的复杂系统强大支持的后备力量。”

高楼难倒？撇开花旗集团不说，雷神公司和洛克希德·马丁公司或许还是会渡过难关，但可能靠的全然不是它们自己。

康宁熊市

2000 年 4 月 12 日

康宁公司(Corning Inc.)曾经是焙盘(类似砂锅)和乳房植入硅胶的制造商，如今是世界一流的光纤光缆生产商，上周五《华尔街日报》称其得到了数十亿美元投资资金的青睐。根据一篇名为“资金流向”的报告显示，康宁公司股票是凯文·兰迪斯(Kevin Landis)重仓的三大股票之一，而凯文·兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迪斯则是全美共同基金行业中5年来的业绩优胜公司。有意思的是，兰迪斯的基金名称是"原始技术价值基金"(Firsthand Technology Value Fund)。康宁公司贡献了何种价值？在2000年价值对于资金的增值中又起了怎样的作用呢？这些都是这篇报告所要着力呈现的主题内容。

让我们从康宁公司股票拥有92倍的市盈率开始(2000年被公认为69倍)。1999年末，公司市值是其账面价值的19倍，投资收益率仅为0.4%。因此，康宁公司不能称其股票处于"被低估的状态"，从而利用这种代代相传的表述来说明其具有投资价值。如今这种股市状态显然和上述传统估价标准毫无相关性，这就导致人们得像酒吧打赌那样进行不确定的投资。所以，新新事物不只有科技，还有投资规则。

究竟从何种意义上可以认为康宁公司的股票是一只有投资"价值"的股票呢？多头给出了答案：在成长的背景下康宁公司是一只有价值的股票。一年前，其股价为每股65.875美元，拥有161亿美元的市值。现在，其股价已经站上差不多每股170美元，拥有的市值为469亿美元。大多数在这次股价剧增中获益的投资者都是不知道市盈率的股民。在那次千载难逢的技术革命中期，他们所关注的是技术。想象一下，没有球网的网球比赛会是什么样子。现在，让我们的思绪前往纽约皇后区的法拉盛草地公园，想象一下那里的国家网球中心走廊的某一段，在那里球迷们坚持球场有网，或者说理应有网，而这就是价值投资者目前的处境。

《格兰特》转向康宁公司源于其教育意义：康宁公司可以作为一个案例来研究新经济的商品化。作为拥有其同行无法企及的大生产量的制造商巨头，康宁公司在市场上被估价的标准为其能否显现更大价值。康宁公司已被看作高技术通信工程产品企业在股市中的领导者，其"光子学"产品不仅制造出光纤"汗"，同时也帮那些投资优秀光子学企业的股民们赚钱。(去年，康宁公司的光子学部门有所亏损，这是因为其"不断的研发"。)密集波分复用技术(DWDM)是光子学课题下的一个例子。当然，康宁公司或许只会做那些它曾说过的事情，在执行的过程中康宁公司排除了朗讯技术公司(Lucent)和捷迪讯光电公司(JDS Uniphase)这些巨头的阻碍。然而，对我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们来说，在目前这种高估值的环境下，市场非常看重信誉。一旦确立了好信誉，人们就很难会产生失望的情绪。

一个多世纪以前，古根汉姆(Guggenheims)通过开发用于国家首个电子电话中枢系统的铜制品成就了其一代王朝。康宁公司的硅制光纤已优于美国冶炼公司(American Smelting & Refining Co.)生产的任何产品，但其依然不懈地研制着更好的产品。美国冶炼公司从未被期待能靠自己的力量创造出一种技术，足以超越自己生产的铜线。事实上，创造性破坏的确能产生危害，但历史上从没有一家矿业公司在红铜这方面胜过康宁公司股票的估价。

毫无疑问，《格兰特》会这么说。如果我们在一年前被要求在一个拥有6倍利润的砂锅制造商(一家不错的小公司，拥有精确的资产负债表以及高利润)和一个拥有10或20倍估价的光纤电缆制造商之间做出选择，我们的选择将会是一目了然的。我们会和那个砂锅制造商签合同。

我们先接受这个选择。不过，我们的兴趣并非关注人格缺陷，而是股票估值。对于单个公司而言，过高的市盈率不仅会影响公司股东的投资收益(当然，其他方面也同样)，也会给该公司新增主营业务投资带来不利的影响。与那些低估值公司相比，高估值公司新增投资的举动会引起注意，从而带来更为激烈的竞争。相同条件下，高回报吸引着更多的投资资金。比如，康宁公司去年的股票收益率高达21%。过去有种说法，5%的收益率可以“从月球上募集到投资资金”。如今，即使在疲软的纳斯达克市场，3位数历史市盈率的股票可吸引来的资金排成队足以从金星到达火星。在其信仰者眼中，这个网络化的世界确实充满了活力并不断变化。但对我们而言，这并非给那些技术落后的企业投入如此多钱的理由。

康宁公司的一个研究团队在1970年首次设计和生产出了光纤，这是一种可以容纳普通铜线6 500倍信息量的介质(毫无疑问，还包括假情报)。康宁公司已占领了光纤市场，而如今它也正奋力向光子学领域领头羊地位迈进。密集波分复用技术通过将一束光分成无数种颜色来使得光纤传递更多的容量。光束被分成的颜色越多，就说明光纤能够传递信息的通道越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们都已目睹了技术的进步使得光束越分越细，信号传输的效率也越来越高。康宁公司面临的主要问题则在于带宽的增速是否跟得上需求增长的速度。

康宁公司的短期股价飙升案例已记录在了 J. P. 摩根证券 3 月 17 日的调研记录中：

我们仍然相信康宁公司股票的估价便宜，但它却能有效地促进光纤网络的发展，并且就这点而论，我们重申，就这个股票的“购买”等级……我们将 12 个月的目标价从 200 美元增至 250 美元，以 79 倍的市盈率估算，我们 2001 年的每股收益为 3.15 美元(你没看错，的确是市盈率增长倍数)。康宁公司股票如今已超过了 2000 年每股收益 2.48 美元的 70 倍预估，因此，我们仍相信这个倍数还会持续增长。

因此，我们一致为康宁公司投赞同票。

作为参考，康宁公司 1999 年大约 63%的收入来源于电信业务，余下部分的收入来自于诸如玻璃板、显微镜载片、漏斗、液晶显示玻璃等一系列产品。在 2000 年，公司预期收入的大约 70%会与通信相关。光学纤维部门是成就公司业务快速成长的最大功臣。公司为全球贡献了 40%的光导纤维产品；其 1999 年的产出总量不少于 2 800 万千米，即 1 740 万英里(这意味着其全球产出达到了 4 400 万英里，一跃冲顶纳斯达克 100 指数)。

康宁公司创造了一个牛市传奇——它广泛而深入地证明了一个未曾明说的事实，对于光纤电缆的需求是无穷无尽的。“我们永远不会做(基础建设)，”思科系统(Cisco Systems)的副总裁拉里·朗(Larry Lang)最近在接受《今日美国》采访时说道，“因为网络速度将会越来越快，技术也会不断推陈出新。”

凭借着加强型密集波分复用技术的传输能力，新的光学纤维系统正在取代已经过时的铜线网络，同时对半新的早期光纤网络进行了加强。在 3 年内，按照一种流行的说法，全球将有 10 亿网民，他们不只是用网络收发邮件，而且还会做许多需借助强宽带高速传输能力的网络活动。(引用思科的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话:你准备好了吗?)因此,对于整个光纤网络产品和光缆的旺盛需求不可小视。

虽然康宁公司的光纤光缆产量已胜过了其竞争者两倍之多,但还远没有上升到垄断地位。朗讯科技公司占据了市场上14%的份额,阿尔卡特(Alcatel)占据了12%;另外5家公司,即特雷卡电缆公司(Draka Holding)、藤仓公司(Fujikura)、有恒通信技术公司(Furkawa Electric)、倍耐力公司(Pirelli)和住友商事电气公司(Sumitomo Electric),平均占据了5%或更多。每个行业进入者都发现需求稍纵即逝,并且很多行业进入者正在通过大量投资来满足需求。特雷卡电缆公司、朗讯科技公司和阿尔卡特都宣布加强生产能力。康宁公司作为目前以全负荷生产能力经营的公司,透露了其在2月3日增加了7 500万美元的资金预算。

"我们增加预算的主要驱动力,"康宁公司的总裁兼首席运营官约翰·W. 卢斯(John W. Loose)说,"是全球对于康宁公司光纤的巨大需求,尤其是对于我们先进的新产品的巨大需求,以及我们计划在欧洲、远东及其他地区的蓬勃发展。正是对于宽带的快速应用以及全球范围的旺盛需求,为康宁公司创造了机会,以满足通信服务供应商的需求,因为它们的网络已遍布全球。"

就像小麦和大豆一样,它们的价格随着农业生产方法的改进而同时下降,光纤光缆已经进入了技术诱导的熊市。"与上年相比,康宁公司的光纤光缆产品价格的下降幅度在10%~20%之间,"最新康宁公司10-K报告显示,"然而,由于更多的优质产品销售组合,1999年光纤光缆的加权平均价格相比1998年下降了5%。"

是的,有种说法是,光纤光缆的价格已经下降,但依然有难以抑制的需求量。或许也会有与之相对立的说法,但需求在1998年被压制过,那时康宁公司光纤光缆的销售量在1997年基础上下降了6%(这个结果源自10-K报告中关于全球光纤光缆市场暂时性产能过剩的部分)。以此作为下一波价格下降的理由是否有些牵强呢?

多头和空头会对预期和估价持不同意见,但人们都会相信客观事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光纤网络的业绩差不多每9个月就会翻一番。最近，一篇出现在《光波纤维交换》杂志上的关于宽带市场的文章对一种特殊的横渡大西洋电缆 FLAG Atlantic-1(贸易中简称为 FA-1)的转换给出了描述：2.4(兆兆位每秒)的 FA-1光缆的传输能力为 80(千兆每秒)光缆的 30 倍，而到 1999 年后者面世仅不足一年。

然而，这些奇迹都无法改变的事实是，康宁公司所致力生产的产品在技术层面易于遭到新产品的淘汰，除非公司产能提高，或者是产品价格下降。即使有出色的工程技术，康宁公司无法摆脱对顾客忠诚度的依赖，况且其中的一些客户——如三级通信公司或环球电讯公司——还是垃圾债券的发行者。可以想象在 4 月 4 日纳指下跌日的盘中时段，那些财务杠杆率高的“带宽大亨”们是不可能轻易获得足够资金来购买康宁公司研发的“下个百万英里网络”专属设备的。

2 月份，媒体披露了康宁公司的新投资计划。根据康宁公司的预测，光纤市场将继续保持每年 20%的增速，并在一年之后的 2002 年大致达到 100 万千米。这就是我们给予康宁公司 69 倍预期市盈率的理由？不，康宁公司市场份额的增幅无法达到其核心光纤市场业务的增长水平。

那么，预期市盈率提高的原因又是什么呢？种种迹象都指向了对上述密集波分复用技术市场的过高预期——然而需要强调的是，康宁公司在其中只是一个初始竞争者。我的同事希拉·费瑞克(Sheila Feerick)就此向康宁公司进行了询问，得到的邮件答复如下：“公司致力成为一家主导性的光学层面产品公司，为全方位的光学网络发展与部署提供光纤、电子学以及光缆等保障。”为此，康宁公司在 2 月决定以股权方式收购网络光学(NetOptix)公司，金额超过 20 亿美元；当月，公司还用 6.6 亿美元现金买下了英国电信的光电学技术研究中心。2 月 17 日的《红鲱鱼》(*Red Herring*)报道说，康宁公司的并购似乎要直接和它的客户进行竞争。

经营史中，各家公司常会通过研发改变产品种类来谋求利润。作为个中老手，康宁公司也早在 1908 年就建立了其第一个研究实验室。但很少的公司能拥有特权，像康宁公司那样在研发投产前就获得了高达 92 倍的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

廉价股的风险

2002 年 1 月 28 日

房利美的首席财务官蒂姆·霍华德(Tim Howard)在周一召集的第四季度大会上说道:“在 32 个月前,当我们宣布要在 5 年内使每股收益翻一倍的目标时,如果我告诉你们,房利美公司报告 2001 年第四季度每股 1.4 美元的收益,与 1999 年第一季度相比上涨 59%,我打赌你们肯定会说我们的股票至少要上涨这么多。”

蒂姆继续用他一贯的风格说道:“我当然希望有这样的好成果,但事实并非如此。在周五收盘时,股票只上涨了 15%,大约只有收入涨幅的 1/4。但如果说该结果蕴含着惊讶或失望,那也不乏希望。在过去的 10 年里,我们公司股价的增长速度已经比每股收入快了。只是还没有平衡。相反,当房利美的股价已经开始从其基本面分离出来时,无论原因为何,都会频繁出现这样的时期。现在这似乎就是其中之一。我们目前的股价似乎证明不了我们的业绩和前景会不好。”

听起来,霍华德和我们的观点一致。《格兰特》希望低资金市场利率的时期能持续下去,从而便于为固定利率抵押贷款组合融资。我们易于被低估值的股票打动,而供应商给出的国民抵押贷款证券的最贵标价也不过是 15.8 倍历史市盈率、13.6 倍 2002 年预期市盈率。(在此,公司管理层并不羞于过高地预测公司的盈利能力。)真的很便宜。看到这些低市盈率、同时又有着 15 年保持利润两位数增长记录的上市公司时,那些增长型投资者必须要擦亮眼睛。的确,就房利美公司而言,我们看到的是一个令人担心而不值得投资的巨大金融机构。

《巴伦周刊》自由市场专栏声名显赫的前任编辑罗伯特·M. 布雷伯格(Robert M. Bleiberg)不是专业的房利美公司看涨者,他也没有活到可以看着这个 1981 年方才成立的年轻公司在长期低利率的经济环境下最终成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我一直看跌?"

一个分享合格抵押贷款市场的双寡头之一,或是抱负远大的中央银行,要么是财政部的影子部门。我们不想掩饰对这样一个资本不足而负债过重并且善于在政治上取巧的金融机构的偏见。然而,读者们不应忽视的是房利美正在与房地美携手并进、快速成为利率市场的两大巨头。

房利美公司的巨头效应使人有充分理由怀疑它并非另一个靠低资金成本和不断上升的收益曲线而获益的公司。它的资产负债表比美联储的还高。去年它发行了 2 万亿美元债券。(财政部发行了 2.9 万亿美元,但房利美和房地美加在一起超过了财政部 1.1 万亿美元。)房利美拥有它所称的"业务联合会计记录"。它的净抵押贷款组合加上未付抵押支持证券(即那些在资产负债表上而不是实际持有的证券)2001 年增至 15 640 亿美元,增幅为 19%,为近 9 年的最高增幅。它以 13 位数的增长数目打破纪录,这是十分轰动的壮举。2001 年,房利美公司的股权部分赚了 25.4%,相对于 10 年期国债收益率的溢价已接近历史最高纪录。那么,房利美公司将如何保持其成果呢?在利率波动下,它将如何为公司的增长和对冲融资呢?

房利美公司的管理部门一直声称目前在望的增长没有结束。根据第四季度的新闻发布,在短期内,公司净利率差将很可能长期保持稳步增长,而不是在早先的固定水平。以一个较长远的眼光来看,家庭构成率、拥有住房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率、贷款与价值比率和房价将会继续保持向有利方向发展的趋势。公司声称，在近10年里，住宅抵押贷款债务将会增长8%～10%，但盈利增长不会因此而有上限。11月，房利美公司的副主席杰米·S. 戈雷利克(Jamie S. Gorelick)在新奥尔良的社区银行家公约颁布前提出了一系列对未来的展望。戈雷利克令人高兴地描述道，在美国，巨大数目的抵押贷款仍将签订。

"就像在过去的50年里那样，"她说，"抵押贷款的资产负债率的增长趋势将会在当前的10年中继续。追溯到20世纪50年代，平均负债率只有20%。而如今，这一比率是47%(在新的贷款中，它甚至接近80%)。负债率将何去何从？随着追随这股潮流的人们越来越接近其退休年龄，有些人可能希望减轻该比率。此外，当更多的贷款人将较低廉的首期付款抵押贷款带入市场的时候，那将提高债务与价值比率。因此，我们相信在未来的10年中，该比率将以每年1.3%～1.7%增长。"

"房利美公司拥有了不起的业务，"霍华德在电话会议中提出，"不同于大部分公司，我们没有必要去买自己的产品，但人民却需要它。"这让我们想起计算利息的尼古丁。

房利美的资产负债表中，抵押贷款组合占着美林公司抵押贷款指数的31%，房利美和房地美一起在该指数中的占比达52%。由于发展的速度远快于市场，政府资助企业(GSE)每年都在逐步成为市场本身。抵押贷款是反复无常的，在交易中表现为负凸性。或者市场收益率下跌，贷款期限缩短；或者市场收益率上升，贷款期限延长。抵押贷款的投资者是永远不会满足的。在熊市的时候，他们被不希望的东西套牢；在牛市的时候，他们想要的却远离他们而去。在他们的职业生涯中，需要大量的理智来平息这些心情的起伏。

美国人民所期望的，最不可能是有权先选择固定利率抵押贷款。如果利率上升，那是贷款人的问题；如果利率下降，那么借款人能再融资。1946年《就业法》的制定者没有想象到，不断上升的抵押贷款债务负担会在国家反周期政策中制造一个最强效的自动稳定器。

"房利美的抵押贷款组合占我们净收入的2/3，"公司声称，"由于其增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的市场份额相对较小，所以还有很大的发展空间。"这是一个不争的事实，当房利美的净抵押贷款组合达 7 050 亿美元的时候，相当于小于 12%的未偿贷款。"那样，公司才有'可观的成长空间'，然而，这是房利美运作并保持的关于细分市场的一个弥天大谎。"

这就是说，房利美控制了相当于 74%的合格抵押贷款（现在的标准是小于或等于 300 700 美元的贷款）。调频视点（FM Watch）的编辑迈克·皓斯（Mike House）说："我们估计，到 2003 年，房利美将控制 91%。唯一能使其成长的是进入现在未涉及的商业领域，老实说，这并不是其任务。"

绿色资本公司（Green Capital）的抵押贷款分析师琳达·洛厄尔（Linda Lowell，她并不反对政府资助企业）认为支持增长的选择是有限的。在这里，她把房地美和房利美都算入其中。洛厄尔在必读的 1 月 9 日的《抵押贷款市场摘要》（*Mortgage Market Roundup*）杂志里写道："首先，它们可以通过增加证券化抵押贷款的数量来增加收入。拆分 FHA/VA 市场来增加市场股份遇到了温和的政治抵制，然而，扩张 A 级和次级市场遭受了更加强烈的抵制。在这样的情况面前，增长将会受到抵押贷款债务增加和组合贷款人退出比率的限制。换句话说，增长变慢。同样，扩大其业务范围的野心和冒险做与住房有关的生意遭到严厉的反对。"

在这种情况下，众议院议员、资金市场住房分委员会主席理查德·H. 贝克（Richard H. Baker）在 9 月 2 日给出了激烈的证词。贝克说："房地美和房利美没有满足国家可负担的住房需求，事实上，所有迹象表明，房地美和房利美将大量资金流向再融资和大型首付贷款，两者都没有任何对中低收入首次购房者有益的影响。"

"如果抵押负债以每年 6%的速率（1991～2000 年间每年混合增长率）增长，同时证券化的速率继续攀升——如它在过去 4 年里以每年至少一个百分点的速率增长——房地美和房利美必须为其自己的账户持续增加证券的份额，以此来维持资产组合和收入的增长。这项策略的限制在于为资产组合增长融资而出售债务的成本，以及要花费多少来回避风险，无论是通过更加昂贵的债务工具，还是通过衍生金融产品市场。鉴于资产组合在固定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益市场中占的比重越来越大，我们希望它们两者能一同增长。”

在巴林顿，詹姆斯·A. 比安科(James A. Bianco)建立了小型的比安科研究机构(Bianco Research)，他是最早注意到债券市场已经陷入抵押压力中的一个研究者。抵押支持证券的大股东采取的措施，使得利率的回升和降低被逐渐夸大。由于寻求长久期的抵押支持证券投资者不断施压，使得价格回升比以往改变得更为迅速和深远(利率下滑，通过增加预付缩短了抵押资产组合的久期；作为抵偿，抵押投资者会购买国债，或者采取其他冲销方法)。相似地，正如比安科指出的那样，证券的跌价比它们在小型抵押的跌价来得更快、更血腥，这是由试图摆脱长久期的抵押支持证券投资者驱动的(利率增长，通过减少短期预付加长了抵押资产组合的久期；作为抵偿，抵押投资者会卖掉国债，或者采取功能相当的方法)。

连续 15 年两位数的收入增长百分点暗示了，房利美知道一些如何避免利率危机的方法。然而，这并不是那么容易的。为了遵守全新的美国财务会计准则委员会(FASB)会计准则，衍生性金融产品被要求以市价计值，房利美在其 252 亿美元年终权益中簿记了 71 亿美元费用。房利美抗议说这种披露方式“具有不利影响，它只是将资产负债表的一部分按市价计值”，因为衍生性金融产品对冲的资产利得没有得到体现。然而，该信息对我们来说仍是大开眼界，因为它强调了房利美的资产是如此强大，而且价格的浮动是如此剧烈。

当我们认真思考一个 7 050 亿美元的抵押贷款案例时，我们不禁会想：是谁出的资？谁又是对冲对手方？资产负债表的金额越大，那么它就需要吸引世界越多资金。对于这样的资金问题，我们注意到，在过去的两年里，外国的中央银行持有的美国机构证券(包括房利美)已经从 620 亿美元跃升到 1 320 亿美元。国内市场饱和了吗？我们的同事彼得·沃姆斯利(Peter Walmsley)并没有找到能证明这一点的证据。

在对冲的问题上，我们并不能确定房利美将不会面临限制。我们在此引用权威罗伯特·迪恩(Robert Dean)的话，他是房地美市场风险监管的高级副总裁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这并不会带来衍生品交易，迪恩指出，衍生工具市场是一个场外市场，并且随着银行和经销商合并业务——譬如摩根和大通·曼哈顿(Chase Manhattan)——它们在合并后比独立时倾向于分配更少的资本。这并不令人惊讶，尤其当你处于那样的情形中时，它会稍微地减少运转系统中的资本。这意味着企业合并后将使衍生工具市场形成的条件相对更差一些。花旗集团是另一个例子。这是第一点。

“我们非常重视衍生工具市场中的流动性，因为，坦率地说，要不是流动性的存在，那么事实上也不值得用衍生工具市场来对冲。并且，有一个非常简单的原因，如果流动性不存在的话，当你进入市场企图对冲时，经销商们却没有足够的资金容量，于是你只能转移市场。你最终将事实弄得更糟。因此，我们担心的是，系统合并后的流动性以及是否仍有足够的资金来配给该系统。我想，那将会是我们最大的关注点。在政府资助企业变得越来越重要的时候，我们也给予衍生工具市场更大的压力，这样说没错，因为我们重新平衡资产组合的需要相比几年前来说更大了。”

这正是房利美以预算收益的 13.6 倍交易的一个重要原因。

萤火虫最终会蜕变

2002 年 4 月 26 日

康宁公司成立 150 周年之际面临着巨大的耗损支出：12 000名下岗工人开销、55 亿美元的净亏损，以及股本金 380 亿美元的下滑。这就是 2001 年。首席执行官约翰·W. 卢斯以及董事长詹姆斯·R. 霍顿(James R. Houghton)在新公布的年度报告中写道：“很显然，这样的结果让我们所有人感到失望。”

还无法看出康宁公司使得哪些投资者最为失望。在它让行情看涨者感到失望之前，它也让行情看淡者感到沮丧。现在行情看涨者感到悲伤，看淡者感到了厌倦。“康宁熊市”——追溯到 2000 年 4 月 14 日，《格兰特》的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像及时雨一样，即使无可否认的是，这份分析报告不希望任何读者看到之后翻倍的股票价格。换句话说，如果一位订阅者将杂志遗忘在信箱里 5 个月，他将会获得一个独特的短期抛售机会。在那些日子，看淡者称康宁公司为“萤火虫”(源自康宁公司纽约证券交易所代码)，他们这样说的时候带着一种讥讽。

现在我们以等待中的行情看涨者的姿态回归。新闻令人震惊，情绪是低沉的，而技术水平好在是一流的(事实上，更好的是，科学并不讲熊市)。在顶峰的时候，也就是 2000 年的第四季度，康宁公司取得了 20.84 亿美元的销售额，在今年的第一季度，销售额为 8.78 亿美元，下滑 57%。从顶峰到低谷，股票价格下跌了 94%。为什么我们不是现实的行情看涨者呢？资产负债表正在萎缩，负债正在降级(现在的评级是 Baa1/BBB)。如果彭博的引述是对的，康宁公司 2029 年到期、利率 6.85%的债券预计收益率只有 7.44%，相对于风险，回报较低。如果债券廉价出售(如我们所愿)，那么股市价格会怎样变化？没有上涨。然而，再次说明，我们是等待中的行情看涨者。

在经济泡沫中，康宁公司因其运营惨淡的光纤声音数据传输业务而最早暴露出问题。公司几乎没有其他的不良征兆：一张值得投资的资产负债表、一份明显有盈利的公司记录，以及又一次达到 1997 年高峰的公司历史。“我们对宽带的迷恋近乎疯狂，”卢斯在 2 月 8 日彭博的访谈中这样说，“信仰宽带的教堂在泡沫爆发之前甚至一味超越了饱和。”为了增加自己的利润，康宁公司的客户们超额购买康宁公司的产品，康宁公司也因此不断扩建和购买生产原料。眼看着康宁公司的股票飙升到了月亮上，有经验的观察家们不由得想起了 20 世纪 70 年代那场市民抢购收音机的大促销。

康宁公司是光学纤维材料主要的生产商。它的产品包括光学零件、光电子模型和光学网络设备。康宁公司还是高级晶体光纤的最大生产商，它也因此成为小型平板显示器中集成光电管数据传输设备生产的领军者。然而，为了保持收入、利润和按揭的增长，现今康宁公司不得不主要依靠已经不怎么兴旺的传统强项——电话通信业务来继续营运。眼下，康宁公司让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们联想到的是，客户欠款名单上头几名的、那让人绝望的负债。2001 年，电话通信业务的收入占公司的 71%。

1851 年建立的康宁公司，曾经生产过爱迪生创造早期电灯泡的玻璃。它还发明了红黄绿三色的交通信号灯系统，以及你可以在烤箱以及实验室里烤焦的玻璃管。为了跟上时代的步伐，康宁公司赶上了风险投资的快车。最好的例子就是 1938 年和玻璃纤维生产商欧文斯—伊利诺伊(Owens-Illinois) 公司以及 1934 年和硅生产商唐氏化学公司(Dow Chemical)的结盟。但是，唐氏康宁公司的隆胸业务在 1995 年使其旗下的子公司破产，这场悲剧碰巧和康宁公司的实验室器材销售额直线下降同时发生。到 1997 年，古老的康宁玻璃公司不再是一家大型综合企业了，而改为一个针对宽带革命的集中供应商。

在 2001 年度报告中，管理部门回答了一些经常被提到的问题，例如，你是否希望你从未听说过宽带？准确的表达是："如果你可以改变你 5 年前集中于电信的决定——你会这么做吗？""不，"其回答道，"我们已经从所有可能的视角来考察市场了，每一个对于未来的设想带给我们相同的结论——可见的网络化未来是真实的，并且这个需要已经来临，唯一的问题只是时间而已。"

谈话继续：

问：什么使你如此自信？

答：我们已经开始看到关于带宽的未来需求，行业预测显示，在为期不远的将来，增长每年将远高于 60%。因特网的增容，局域网的扩大，更加高效的宽带政策——许许多多势不可挡的因素一起到来了。

"为期不远的将来"，这种陈词滥调从不是好的说法，尤其不适用于康宁这家前途渺茫的公司，在 2001 年第二季度，它把 2000 年 12 月从倍耐力公司收购的光学零件业务的价值从 40 亿美元减值为 32 亿美元。"在新年开始，"财务总监詹姆斯·B. 弗劳思(James B. Flaws)在第一季度提前宣告的发言中说，"我们感到我们的电信业务已接近触底，我们第一个季度的业绩说明了这一点。"但愿如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈话继续：

问：如果你这么自信，为什么关闭工厂？

答：因为近期电信的前景不完全明朗，与目前的需求相比，我们现在有更多产能，我们很早就认识到了这一点，并迅速行动起来，所以我们这样做了。

事实上，近期电信的前景再清晰不过了。非常悲惨，以至于在4月15日，年报的墨迹几乎没有干，管理部门已下令将新一轮结构重整和损害费用入账。这是如此悲惨，以至于卢斯宣布退休，由康宁公司奠基人的一个重重孙霍顿接管。不像一些它的客户，至少该公司能够为自己付账。3月31日，它拥有18亿美元的现金和20亿美元的未用可展期信用额度。

在泡沫中，看涨者争辩说光导纤维不会过剩。他们把信息高速公路比作长岛高速公路，建成后不久汽车就大排长龙。在谈话之中，管理部门断言通信业会复苏。只是需要一些时间，更经济、便宜的资金，以及支持带宽满足全国需求的公共政策。这就提出了“64美元”问题：“到底还有没有足够的产能来满足未来几年的需求呢？”

回答：是的，在北美长距离纤维系统中已经存在大量产能。但是，随着这些纤维投入使用，对于光子和光学网络组件的需求会增加。然后，当你看到区域性网络和纽约网络，而这些网络实际上会将互联网与使用者连接在一起——于是瓶颈也就形成了，它会随着互联网流量增加而变得更加糟糕。

关于康宁牛市，本质上管理部门是正确的，宽带的纪元已经开始了（不到世界人口数量2%的人使用宽带，年报说道），作为有优势的低耗工业领导者，康宁公司慢慢浮现。

巴菲特反对给那些你拼不出其名称的公司投资。我们祈求大师为康宁公司留一个有条件的、假设的例外。我们的请求基于4月15日新闻发布中的3句话：

电信革命和工业革命一样真实。宽带的需求量正在快速增长，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从不停止增长。当这种工业再次复兴,康宁公司将会成为少数定位于抓住该增长优势的公司中的领导者。

据说,这是真的。传说康宁公司遇到的最棘手的问题将要被解决,即缺少有能力消费的客户。传说确定电信复苏的时间将会证明仅仅和确定之前荒谬的冲顶时间一样成问题。如果这些都是真的,那么投资者应当如何继续进行下去?

小心并且谨慎地对待信用风险。以下引自 4 月 15 日穆迪的公告:“在意识到康宁公司在市场服务中的领导地位和它强大的偿债能力地位的同时,穆迪注意到,电信部门业务的不断萎缩将会比原来的预期更严重地减少内部现金,而债务保护措施已经显著变弱了,并且在即将到来的时期仍将保持无力。”

引用易受攻击的观点,穆迪提到其中与 2000 年 4 月匹兹堡康宁公司破产申请有关的潜在或有负债(包括可能的超级资金和石棉花费)。并且它继续道:“康宁公司的信用度量已经削弱,而且直到 2003 年将不能展示出有意义的提高。2001 年,在亏损和重建花费了大约 57 亿美元之前,康宁公司已经亏损了大约 2.75 亿美元,比去年的 7.1 亿美元有所下降。与此同时,短期的利息保障从 7.7 倍恶化到了－1.5 倍,并且 2000 年底杠杆率从 28%上涨到了大约 47%,这主要源于与商誉和亏损有关的费用。”因此,穆迪重申了公司可能被降级的警告。

卡罗尔·李文森(Carol Levenson),一位无人能匹敌的债务分析家(吉米贷款公司的创始人),预测会有两个等级的下降。那会使拥有 151 年历史的偶像级公司陷入垃圾等级。“我们在 2 月注意到,管理部门自称公司仍然拥有商业票据市场的融资渠道,”李文森上周写道,“但我们怀疑,穆迪发布公告后,情况仍会如此。从好的方面看,公司年底之前的未付商业票据少于 2.5 亿美元,而且还有 20 亿美元的信贷额度未使用。然而,拥有商业票据市场融资渠道总是比没有好,特别是当自由现金流明显处于负面状态时,就像康宁公司现在的情况一样。它的现金头寸自从年底就开始恶化,第一季度结束时只有 18 亿美元,下降了 4 亿美元。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康宁公司的股价正在变便宜，但还不算便宜。股票持有者正在支付 30 倍的尾随现金流，是顶峰时泡沫强度现金流的 4.7 倍。假如没有股权，债券持有者继股票持有者之后接手会如何？在那种情况下，以现在的价格，债券持有者需要支付 12.4 倍的尾随现金流，是顶峰时的 1.9 倍。（这里指的是相对于企业价值——债务和总市值除去现金，如果有的话，除去税息、折旧和摊销前利润——的倍数。）

萤火虫会再次发出亮光。以这些数据来看，无论如何不是在明天，但萤火虫最终会蜕变。

三年过后，仍不便宜

2003 年 3 月 14 日

本杰明・格雷厄姆，这位连沃伦・巴菲特也要尊为导师的人，曾制定过保守选股的 7 条标准。一个值得人们投资的公司应当具备：(1)“足够”规模；(2)一份优异的资产负债表；(3)连续 10 年的净利润；(4)20 年不间断分红；(5)至少有少量收益增长；(6)市盈率不超过 15；(7)股票市场价值与账面价值的比率（市账率）不高于 1.5：1。他将这些标准推荐给“防御”型投资者，即“不喜欢麻烦，将安全、省心放在第一位的投资者”。他们比较适合工业股，不适合公用事业股或银行股。

下面介绍格雷厄姆选股七标准在当今股市以及自 1974 年起的各个熊市、去年的大恐慌时期和调整时期的应用。

《希夫保险业观察家》(*Schiff's Insurance Observer*)的编辑大卫・希夫(David Schiff)已经展开了这方面的研究。他沉思后说，尽管自 2000 年起至今，熊市已经在欢庆它的 3 岁生日了，却很少有上市公司（如果有的话）能符合格雷厄姆的标准。他说得没错。受《格兰特》委托，标准普尔数据库(Compustat)检索了标准普尔 500 指数公司，发现了两个能满足格雷厄姆要求的名字。一个是“有限品牌公司”(Limited Brands)，旗下包括维多利亚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秘密(Victoria's Secret)、有限商店(Limited Store)、快车(Express)等品牌；另一个是电视机顶盒制造商"科学亚特兰大"(Scientific Atlanta)。[1]

如格雷厄姆所言，投资原则不是永恒的，而是变化的。刚才提到的7条标准出自1973年出版的《聪明的投资者》第四版。1949年出版的第一版只有4条标准，其中包括：最高市盈率不得高于25倍。但话又说回来，也无需把25倍市盈率——或用格雷厄姆的叫法，"市盈倍数"——这个标准看得太重。这个25倍标准还是在20世纪30年代末，以那时处于低谷的企业收益为基数而计算出的。

任何规则都带有它们被制定时期的烙印。比如，格雷厄姆制定的第二条标准是有关上市公司财务实力的，规定流动比率应为2∶1或更高(即流动资产至少要两倍于流动负债)。他还表示，一家合格的公司不应当让长期借款大于营运资本(营运资本等于流动资产减流动负债之差)。

在大师写下这些规则之前，世界上还未出现追求零库存的准时化库存管理(just-in-time inventory management)；当时的资本市场也没有像现在这么多的借贷机会，而且可用多类资产或根本无需任何资产做抵押。当然，他写书的时候杠杆化的资产负债表也还未成气候。希夫建议道："抛开运营资本不谈，在20世纪70和80年代，我记得我看见许多公司都有稳定的收益、充足的现金，没有债务。而这些公司在出售时，价格却接近——或者远低于——它们的有形账面价值。现在，杠杆收购、回购和现代金融管理制度已改变了这一切。大多数公司出于对净资产收益率(ROE)和增长的追求，主动要求更深程度的杠杆化。"

格雷厄姆本人在1929年经济危机中也遭到重创，因此，对他那一代由危机而引发的金融保守主义无能为力，只能随波逐流。美联储在1948年举行的一项民意调查显示，90%的受访者反对投资普通股，约半数认为普通股

---

[1] 有限品牌公司在2003年3月至2008年6月间，股东的年投资回报率为12.4%，比标准普尔500指数仅高出一点儿(尽管标准普尔500指数可能还未到"廉价"的程度，但该指数还是有所反弹)。科学亚特兰大公司在2006年2月被思科系统公司收购，价值认知型的股东们因此获得了一笔意外之财。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“我彻底糊涂了，我们这到底是要公开上市还是要私有化？”

本质上就不安全，除去那 90%后剩余的受访者承认对股票不是很关注。(《华尔街日报》8 月 28 日报道了对日本投资者的民意测验，调查显示，其中的 83%“对于股票投资一点也不感兴趣——尽管储蓄利息微乎其微，而且现在的日本股票价格是近十多年来最便宜的”。估计会变成 20 年。)

很容易看出，现在熊市的成因和以往不同。在 1974 年的低谷期，标准普尔 500 指数公司中只有 85 家符合格雷厄姆的选股七标准。该数字一路缩减，在 1982 年 8 月有 62 家，1987 年 10 月股市崩盘后还有 14 家，到 1991 年就只有 6 家了——这一年老布什发动了剑指萨达姆的海湾战争。而到了新千年熊市的第三年，也就是今年，只剩下两家了，这一事实值得我们深思细究。

有人会说，低估值股票的数量萎缩只是一种改善货币体系的手段以及金融物种进化的标志。因为目前通货膨胀正处于休眠期，利率也是非常低的。还有些人说：“股票再也不会像 1974 年那么便宜了，因为现在的利率太低。”

但是，低利率不一定就意味着牛市，而高利率不一定就会导致熊市。股市的涨跌似乎要看引发高利率或低利率的原因，以及利率下跌或上涨的速度。因此，比如美国，其长期国债利率在 1929～1946 年间从 3.6%跌至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.19%，但股票却没有随之上涨。还有日本，其债券利率在1989年从5.73%跌至0.73%，股票也并未上涨。如果这些还不足以说明，那么再看标准普尔500指数，该指数在1946～1966年间从15.3一跃至80.3，而长期国债利率却也从之前提到的2.19%增至4.66%。值得注意的是，1982年的熊市较之于1974年的股市大跌要温和得多(以符合格雷厄姆选股七标准的公司的数量来衡量)，尽管长期国债在1982年8月的利率为12.81%，但也比1974年10月股市处于低点时的国债利率高出502个基点。作为专业的利率观察员，《格兰特》可以这样断言：低利率能带来牛市，利率上升能带来熊市——但例外时时发生。

如果不是利率的原因，又是什么原因使符合格雷厄姆要求的公司日渐稀少？难道是因为现在的股民比前辈们更精明，面对市场恐慌时能更从容？该假说当然不成立。这怎么可能？股民们都具有相同的神经系统。借用理查德·罗素(Richard Russell)的观点，我们怀疑后人会把1975～2000年视为一个大牛市，该牛市随着1996～2000年CNBC频道收视率的狂飙而到达顶峰，随之告终。因此，在1982、1987和1991年出现的股市下挫，将被视为对这次大牛市的三次调整。最后，该牛市终止于2000年3月10日。

波士顿著名资产管理公司GMO(Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co.)的主席杰里米·格兰瑟姆(Jeremy Grantham)认为，1996～2000年间的美国牛市是一个泡沫。他对"泡沫"有一个明确的定义。格兰瑟姆指出，泡沫是每40年出现一次、2倍标准差事件。在刚才提到的泡沫之前，股市上还有过另外27个泡沫，每一个都是从哪个领域开始就从哪个领域结束的。"从来没有例外，没有幸存者，没有新时代，也没有新经济体，亲爱的艾伦。"格兰瑟姆在2002年秋季的《格兰特》大会上发言说。"艾伦"是指当时不在场的美联储主席。格兰瑟姆还提出，标准普尔500指数在680点时代表"公允价值"，这意味着该指数在周二收盘点位的基础上至少要再跌15%。他补充道，然而在这些平均数远高于该标准(680点)的情况下，指望它们能停在"公允价值"的位置，还是过于想当然了。

标准普尔数据库所调查出的结果，会回答一些问题并引发另一些问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对一个反复出现的问题："股票市场现在还便宜吗?"它的回答是："按格雷厄姆的标准来说，不便宜。"这一回答引发了另一个提问："这些标准现在看来还明智且未过时吗?"对此，我们的回答是："它们足够明智，也仍未过时。"

许多人会抱怨格雷厄姆独有的选股标准：比如，红利(格雷厄姆规定必须 20 年不间断支付)，再比如持续收益(必须 10 年不断有收益进账)，或是最小公司规模。通过设定这些标准，大师剔除了微盘股、小盘股、业绩反转股(被反转，一定是因为该公司曾犯过方向性错误)、成长型股票，以及问题债券和股票，即不支付红利，认为红利可用于其他更好用途的公司，譬如《格兰特》的好友——美国直播卫星运营商回声星通信公司(EchoStar)。

但这些毕竟都是格雷厄姆早在 1973 年所制定的标准。那时候，海伦·瑞狄(Helen Reddy)还在唱《我是女人》；理查德·尼克松(Richard Nixon)正说着无伤大雅的小谎，并在建立纯纸币美元的新货币体系。所以，我们不会试图去改良这些选股标准，只会在今后稍许提一两个建议，与时俱进总是没错的。"如果你想投资南卡罗来纳州教师养老基金这种对世界真正有益的基金，格雷厄姆的选股名单相当具有参考价值，"纽约投资管理公司波特·费勒曼(Porter Felleman)的创始人和领导人、格雷厄姆选股标准的信奉者 A. 亚历克斯·波特(A. Alex Porter)说，"如果我要投资，按格雷厄姆标准列出的股单就是我的向导。"

你可能不记得了，1974 年油价飙升、货币混乱，是两位数通货膨胀的一年。当年 10 月 11 日的《华尔街日报》为《如何打击必将来袭的大萧条》(*How to Beat the Depression That is Surely Coming*)一书做了宣传，该书的作者是"一所大型东部大学的经济学教授、金融主管"。约翰·罗瑟查尔德(John Rothchild)在其所著的《戴维斯王朝》(*The Davis Dynasty*，威立出版社，2001 年版)一书中写道，几乎在同一时间，格雷厄姆正指导一位名叫斯尔必·戴维斯(Shelby Davis)的投资者，"小伙子，你正在面对你这一代最佳的买入时机之一"。

不是任何一个熊市都能掉下 85 只大盘股，并落进格雷厄姆的价值股选股名单。道—琼斯指数在 1966 年站上 1 000 点的高峰，经过 8 年通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的折磨后，在 1974 年跌至 577.6 点。很少有人能坚持继续观望，大家都纷纷离场。只有总部位于费城的美国远见国家银行(Provident National Bank of Philadelphia)研究所主管小詹姆斯·H. 法雷尔(James H. Farrell Jr.)和格雷厄姆一样，同具深谋远虑。法雷尔在《华尔街日报》的“与市场同行”专栏上指出，1974 年这一年，道指自 1942 年以来首次以低于账面价值的价格出售，即 1974 年的售价是账面价值的 85%，而 1942 年(在中途岛战役获胜前)是账面价值的 91%。法雷尔还说，1974 年市场以收益的 6.3 倍进行交易，创自 1949 年以来历史新低。

所以，在 1974 年以下几只股票都上了格雷厄姆选股名单：美国广播公司(American Broadcasting Co.)的每股报价是其账面价值的 86%和随后 3 年每股收益的 7.75 倍；纳贝斯克(Nabisco)是其账面价值的 147%和随后 3 年每股收益的 9.24 倍；时代华纳(Times Warner)是其账面价值的 85%和随后 3 年每股收益的 7.39 倍；箭牌糖果(Wrigley)是其账面价值的 127%和随后每股收益的 9.39 倍。此次未上榜的一只实业股是政府雇员保险公司(Government Employment Insurance Co.)，缩写为 Geico。它曾是格雷厄姆最大的一笔个人持股，也曾是战后表现上佳的增长型股票之一。但随后该公司陷入丑闻，损失惨重，股价也随之大幅下滑。从 1974 年每股 42 美元的高价，跌至每股 4.875 美元。此后，巴菲特和杰克·伯恩(Jack Byrne)在 1976 年对该股发起了现在众所周知的大收购。不过，那时该股股价又被削去了一半；在美国建国 200 周年的当月，巴菲特用 2.125 美元的价格买下 50 万股。

在 1974 年还没过去之前，很多人都是当局者迷，没意识到此时是“这一代最佳的买入时机之一”。因为股票虽然便宜，但造成股价如此便宜的原因却让投资者不敢进场。对每一个小詹姆斯·H. 法雷尔来说，“与市场同行”专栏引用过无数股票经纪人的说法，这帮人大多持一个论调：“如果耗油国家能想办法下调油价，投资者会感觉好一点……”

对那些进入股市的人来说，1974 年的股市低点提供了一个价值基准，而这个基准此后把他们惯坏了。这些当年的看多者现在已经上了年纪，每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当他们回忆起那些像白捡来一样的超值股票，语气就像年老的淘金者在吹牛说，在加州黄金产地萨特的磨坊(Sutter's Mill)捡到了一块拳头大小的黄金。从格雷厄姆列出的价值股的数量中就可以看出，1974 年的股市下挫程度甚至是 1982 年那次也比不上的。在 1982 年，美国广播公司(ABC)回归，但报价已经超过账面价值，并附加 8 倍市盈率；纳贝斯克却稍许便宜了些(1.3 倍的账面价值和随后 3 年每股收益的 7.7 倍)；箭牌糖果的估值和 1974 年时差不多。但时代华纳却从格雷厄姆的价值股票榜单上消失了——明显是因为其股价已经超出了理性的范围。

1987 年的股市跌至一个令人恐慌的低点，但算不上是一次彻底的清盘。这次下挫的严重性从格雷厄姆的选股名单上就能看出来，只剩下区区 14 只股票。当然，1991 年股市下挫的结果更糟，名单上仅剩 6 只股票。不过，如果我们不在 1991 年 1 月进行统计，而是在 1990 年 10 月，可能会多找到几只合格的股票。现在快速比较一下老布什和小布什当政时期的股价，我们发现，美林证券的股票在 1990 年秋的交易价格为账面价值的 52%，而现在却溢价 30%；贝尔斯登公司的交易价格为当时账面价值的 90%，而现在溢价 50%。

我们从标准普尔数据库得出的主要结论是，股票可以变得十分便宜，甚至便宜到了荒谬的地步，但这种荒谬性主要是回过头来看才明显。知道了这个道理，我们就会明白，为什么我们看不到目前这个熊市的底。虽然 1991 年 1 月股市上物美价廉型股票不多，却开启了美国金融史上最伟大的一次腾飞。

摆在我们面前的问题是，在持续的熊市下挫过程中，价值型股票的减少是一个无可回避的趋势，还是一个意图引我们入套的诡计。以我们对市场先生的了解，应该是后者。所以，我们不要着急去宣布股市已经见底，同样的预言已经说了太多次。我们应该继续寻找真正优质划算的股票，而不要凑合着接受那些不划算的，尽管它们现在的价格比市场在高点位时要便宜。

在《聪明的投资者》第一版中，格雷厄姆批评了那些盲目相信某些股票的人，这些人认为，有些股票在任何条件下都能高出其他股票一等，无论它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的价格如何，也无论是从长期看还是从短期看："本人相信，20 世纪 30 年代初的经济大萧条之所以深不见底，很大程度上要归因于此前股市的非理性繁荣。很自然地，人们对普通股投资优势的看法产生了巨变。"值得我们思考的是，无论用平均市盈率，还是用以 1 美元分红收益的成本，或是用市值 GDP 比率(market cap to GDP)来衡量，2000 年 3 月的股市高点都超越了 1929 年的巅峰时刻。

格雷厄姆并没说他的选股七标准一定会带来最佳的投资回报。不过，他暗示说这些标准能让人心态平和地获得令人满意的投资结果。在 1991 年 1 月进入格雷厄姆选股名单的 6 只股票，从那时起到现在(或到被收购时)，年平均回报率达到了 20%，可惜只有 6 只这样的股票。而在 1987 年美股大恐慌之后被格雷厄姆挑出的 14 只股票，回报率就小得多。到现在(或到被收购时)，它们的年回报率为 8.2%。并且，可能单凭这 14 只股票，不足以对优质股票进行一个概括。看来，某位企业专家还可以专门研究一下 1974 年那 85 只股票的回报率。

这又会带给我们一个可在未来研究的新课题，即对格雷厄姆的选股七标准进行适当的修改。我们的同事彼得·沃姆斯利虽然号称自己是一个严格的格雷厄姆标准奉行者，但也想出了两条修改建议，并得到了本刊管理层的支持。首先，要对股票进行收益质量测试。计算"正常化的"收入(好听一点的称呼方式是"来自持续经营的每股收益")与上市公司年报上 GAAP(美国通用会计准则)收益之间的方差。彼得·沃姆斯利建议："回头审查过去 10 年中每个季度，将损益表上的每股收益和来自持续经营的每股收益相比较。平均方差超过 15%就是一个危险信号。这种收益质量测试不会清除那些使用养老金账户、超额储备金或金融子公司等方式随意变动盈亏、平滑收益的公司，而是会淘汰掉自克林顿政府执政之初就每季度都收取一次性费用的公司。"

第二条修改建议是，用债转股(debt-to-equity)替代债转运营成本(debt-to-working capital)。彼得·沃姆斯利指出，这条改良建议的妙处在于，它既符合格雷厄姆的选股标准(投资对象必须经济实力强大)，又能揭露一些公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的真面目——这些公司为了让未来净资产收益率(ROE)能显示增长，利用巨额冲销会计法(big-bath accounting)来压低账面价值。它们敢这样做是因为华尔街注重“经常性”收益，而对其危害却视而不见。至于这种债务股本比(debt-to-equity ratio)应该是多少，我们也只能说一个大致的范围。该比率要足够低，低到至少要保障企业的财务实力能支持一个经济周期。但也要足够高，高到可以留下最多的优质股票进入选股名单。

塔塔：行情看涨

2004 年 7 月 2 日

美国州际公路系统(the U. S. Interstate Highway System)曾是非常有益于美国的汽车业和以自我为中心的美国经济的。然而，这个公路系统自 1956 年动工以来至今没有完工(正在进行的施工包括与费城外的宾夕法尼亚州收费站建立互通式立体交叉)。

印度的经济现在不是，将来也不会是以自我为中心式的，但 8 873 英里的高速公路正在计划或即将投入建设以连接德里、孟买、加尔各答、马德拉斯这四大都市中心。在规模上和经济重要性程度上，印度的“黄金四边形”(Golden Quadrilateral)高速公路工程(计划在 2007 年完工)完全与德怀特·D. 艾森豪威尔(Dwight D. Eisenhower)总统的计划吻合。

以上内容引自一篇关于看好塔塔汽车集团(Tata Motors Ltd.)的文章的前言。塔塔是印度排名第一的商务用车制造商和排名第二的客用车制造商。“与印度共成长”是一篇关于支柱产业评论文章的标题(《格兰特》，5 月 21 日版)，同样也暗指了塔塔。2003 年印度实际 GDP 增长了 8%，在亚洲仅次于中国，在这种利好格局中，塔塔是一个受益者。

印度有超过 10 亿的人口，但去年一年里每千人中买家用车的不足 1 人。尽管当以人均收入衡量的时候，印度尼西亚和泰国都只落后印度 5 年，但印度汽车销售量去年总共只有 90 万辆，平均每千人中只有 0.7 辆，低于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

印度尼西亚的每千人 1.5 辆和泰国的每千人 2.9 辆。但是,印度和塔塔都没有停留在这种状态,2003 年全国客用车市场增长了 27.4%,而塔塔的销售额也增长了 34.4%。

塔塔汽车集团的塔塔品牌不是那些加了顾问精心设计的、华而不实的品牌,而是印度商界最老的牌子。贾姆谢特吉·塔塔(Jamsetji Tata)在 1868 年成立了一个纺织公司,从那时起 80 项塔塔公司业务都出现下滑,塔塔子公司的投资换了又换,但塔塔汽车却得到特别的恩惠:在过去的两年,塔塔母公司向塔塔汽车投资的比例从 25%升至 33.4%(海外机构的投资者构成了一个新的重要集团,持有 39%的份额)。

你可能认为,世界上没有一家轿车和卡车的制造商像塔塔一样一心关注本国机遇。尽管上述提到的 8 873 英里的高速公路只完成了 2 241 英里,但高速公路的发展还是快速的。然而,管理者所喋喋不休的,不只是未来的机遇,也有过去的困境,2000 年是公司 58 年历史上第一个没有盈利的年度。"商务车部门是国家经济的晴雨表之一,"主席拉坦·塔塔(Ratan Tata)在新的年报中写道,"我们在过去看到了商务车在印度和世界其他地方的空前发展,紧随其后的是需求的突然减少。轿车部门也是周期性的,目前该部门有所增长,但仅仅在两年前其发展还比较低迷。公司要解决这个挑战,通过采取在国际市场上扩展和价格战的措施来确保即使在低迷时期公司依然有生存能力。"

印度第一大轿车生产商马鲁蒂汽车有限公司(Maruti Udyog Ltd)也在经历着一个缓慢增长的时期。第一大生产商和第二大生产商的区别是塔塔已经全面恢复,已经刷新了新的商业和经营纪录,然而马鲁蒂的低迷依然在 2000 年峰值以下。

作为应对气候、政策以及其他本土危险的屏障,塔塔正在建立属于自己的海外商业。它的 5 年计划是将出口份额增长 5%～6%,提升至总收入的 20%～25%。中国、南非、俄罗斯、斯里兰卡和孟加拉国都被认为是充满经济发展机遇的国家。[例如,在一些国家,塔塔印迪卡 (Tata Indica)将自己的品牌改名为塔塔城市漫游(Tata CityRover),一种迷你轿车。]为了填满其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产线，塔塔去年为韩国大宇汽车品牌的商务车分支机构支付了1.02亿美元。

在印度，季风每年都有而且不可估量，印度的共产党和季风有相似性，是一个周期性的政党。为了抚慰14党统治联盟的左翼成员，新组阁的总理曼莫汉·辛格(Manmohan Singh)已经废除了政府部门的私有化。《共同最低纲领》(Common Minimum Program)——新鲜出炉的联合政府意见书，赞同印度驱逐资本的劳动法的永久存在。在华尔街的高处城堡上思考印度，《格兰特》预想开明的公共政策和盈利企业的黎明即将到来，所有这一切会导致更高的股价，除了其他社会福利之外。但是，不可否认的是，印度也正面对危机。如果塔塔自己的管理部门在担心这些危机，那么我们作为真正远离这些的局外人，就难以负担了。

每个投资者都需要一个安全边际，而其中那些被动的、公共的、远距离的投资者尤其需要它。一个极棒的安全边际在2000～2002年消沉的股市中还能够被得到，在那几年间，管理部门重建了现金流利润率(从2000财年的6.1%到刚刚结束财年的12.8%)，而且几乎使收入翻了一番(从2000财年的816亿卢比到刚刚结束财年的1 628亿卢比)。现如今，股价回升，但仅达到1997年夏季的报价。但是，在亚洲金融危机的前夕，账面价值与净收入分别比3月31日低了47%和23%。每股318.6卢比(全球存托凭证为8.80美元一股)，塔塔的估值为尾随净收入的14倍，2005财年预期的9.8倍。资产负债表状况良好，存货和应收账款在过去的3年里双双大幅度减少。

如果福特和通用汽车都是金融公司，只是偶尔制造汽车和卡车，那么塔塔便是一家汽车制造商，只是偶尔做一点贷款业务。去年，通过与塔塔金融(Tata Finance)的关联交易，塔塔为其国内销售的16%进行了融资。以前在印度，汽车消费贷款是很难申请成功的。现在其对汽车消费贷款的要求有所放松，但也只是一点点。要想达到借贷的标准，必须至少拥有等价于2 175美元的总年收入，大概是印度人均GDP的4倍。但随着高速公路和能够较易借到钱的信贷公司的出现，印度的汽车市场将会进入一个黄金时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期。

果真如此，塔塔公司在客运车产品线上销量最大、知名度最高的产品——印迪卡，将会成为印度次大陆的支柱品牌之一。3 月份的《印度商界》(*Hindu Business Line*)支持这一点："考虑到转卖价值、汽车养护费用、现代性、舒适度、驾驭质量等因素，与菲亚特·乌诺牌汽车(Fiat Uno)和马鲁蒂·爱斯提姆(Maruti Esteem)的柴油机相比，新升级上市的塔塔印迪卡 V2 是一个更好的选择。"

季度业绩预报 7 月中旬将会出来，一位我们熟知的博学的印度分析家建议："税息、折旧及摊销前利润是最重要、最应当关注的数据。第一季度的利润已经连续 4 年有一个持续的上升态势。而且从 2004 财年(也就是一年以前)第一季度至今，每一季度相比前一季度的利润增长是大致固定的。"

据我们推测，如果没有比去年同期 13.3%的利润有所改善，市场哪里肯定是出问题了。另一方面，印度的"黄金四边形"高速公路工程的建设正飞速进行。长期投资者都很好地意识到，在艾森豪威尔道路建设工程刚开始的阶段，不应因为美国通用汽车公司的破产产生恐惧而离开这个市场。他们也将会对印度更有耐心。

挥棒落空

2008 年 5 月 16 日

以低价购得一只正遭遇低谷的蓝筹股，这样的机会并非每天都会降临。很明显，它只会出现在人们对投机过于恐惧的时候。总的来说，恐惧已经过去。现在正是投资者逢低买人的时机。

现在正面临重新估价的是美国国际集团(AIG)和房利美这两只目前在北美最卑微的蓝筹股。《格兰特》曾表示过看多前者、看空后者。然而，把它们俩放在一起比较，我们发现我们原来的分析有些矛盾之处。其实，这两个企业在很多非常重要的方面都非常相似而非相异。它们均高度杠杆化，拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有品质不一的抵押资产（房利美除此之外别无所有），这两家公司的高层人士均不可避免地受到指控，它们的估价几乎都能体现房价走势。

《格兰特》曾误判过 AIG（参见 2 月 22 日和 3 月 7 日版）。我们虽然认识到在这家保险巨头结构性金融组合当中，额外一部分以市值计价的账面价值可能会被减记——事实上，《格兰特》认为这笔减记高达 163 亿美元，远多于该公司上周公布的数字；但我们未能判断出其信贷问题的严重程度，也低估了 AIG 在管理方面的混乱程度。AIG 的企业口号是“实力让我屹立”（The Strength to Be There），这话在以前说是没错，但在现在或是不远的将来就不是那么回事了。只有住宅房地产市场红火，这家保险公司才能“屹立”。否则，AIG——当然还有房利美——都有可能站不住脚，其股东更是会消失得无影无踪。

在对 AIG 的分析中，《格兰特》援引了本杰明·格雷厄姆的理论。事实是，杠杆化的金融结构几乎都配不上“价值投资对象”这一称号。这些机构可能是成功的“投机对象”，比如花旗集团的普通股在 20 世纪 90 年代初的低点，再比如 AIG 在这个金融周期将要到达的谷底。但无论多么勤恳的银行股、券商股或保险股购买者，几乎都永远无法获知真正的安全边际之所在。一项投资是否具有价值，关键体现在一位有正常道德勇气的投资者是否敢于在金融趋势向下时充满信心地买进它。《格兰特》直到很晚才发现，AIG 无法承受这种信心，而它无法让每位投资者都产生信心这个事实正好成为 AIG 唯一的救赎。早在所有信任都消失前，AIG 的追随者可能已经所剩无几了。

打个比方说，AIG 就像一个黑匣子，而房利美则是有助于照亮这个匣子的反光。目前，受政府资助的抵押贷款企业规模越来越大，从某种特殊意义上说，这绝不是件好事。在连续几年在市场份额上输给唯政府之命是从的美国全国金融公司（Countrywide Financial）以及华盛顿互惠银行（Washington Mutual）之后，房利美联合房地美后来居上。在今年第一季度，房利美在新型抵押贷款业务方面占了 50.1%的份额，比去年同期翻了一番。在抵押贷款泡沫到达顶峰时，受政府赞助的金融企业放贷量占放贷总量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

37%；而今则达到了81%。增长的证据体现在第一季度的损益表上。净利息收益增长42%，达16.9亿美元；担保费收入增加60%，达17.5亿美元。单看收益线，人们就不得不同意首席执行官丹尼尔·马德(Daniel Mudd)的观点，他日前告诉《纽约时报》说："目前是我入行以来所见到的最好投资机会。"

房利美的业务比AIG的更简单，共分为担保业务和表内业务两大块。首先，房利美将成捆的抵押贷款打包重整为债券，并以自家品牌作保。接着，它在债务成本和资产收益之间赚取息差。房利美在今年一季度相当活跃。担保费从去年同期的21.8个基点升至29.5个基点，而这等同于净利息收益从64个基点涨至86个基点。平均资产收益达到8 332亿美元，比上年增长了356亿美元。伴随新业务而来的是严格的保险标准：更高的FICO个人信用评分(由716分升至728分)，以及更低的贷款与价值比(从73%降至70%)。

当然，问题在于2008年第一季度的繁荣只是金玉其外。抵押贷款混乱的后果正纠缠着房利美和AIG。房利美现在支撑着表内7 230亿美元的抵押贷款，以及表外430亿美元核心资本中22.5亿美元的担保。这些贷款和担保大多源自于本次金融周期那段醇酒美人、歌舞升平的时段。因此，从负面看，第一季度为房利美带来了22亿美元的损失，或者说每股亏损2.57美元，普通股利减少29%，融资也削减45亿美元，而随之而来的股权稀释则更令人失望。

当然，尽管AIG不是房利美的直接业务对象，但AIG也要一一承受上述这些房利美所遭受的后果与风险。从AIG现已离职的总裁兼首席执行官汉克·格林伯格(Hank Greenberg)周一所提交的起诉书判断，AIG不仅目前毫无利润可言，在不远的将来也问题多多。"核心业务正日益恶化，"格林伯格在一封致AIG董事会的公开信中写道，"美国人寿公司的运营一片萧条。我公司已在中国和日本失去了独一无二的领先市场地位。亚洲人寿保险业务曾经是一颗皇冠上的明珠，但现在却已地位不保。"事实上，让格林伯格以及其他所有人感到困惑的是，AIG在公布了第一季度的败绩后，竟选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择提高普通股利，而不是降低或对其忽略不计。

格林伯格是 AIG 最大的个人股东，也可能成为让管理层头痛不已的人物。但是，房利美却有联邦政府保驾护航。国会一直要求有关金融企业对目前的住房问题“采取措施”。日前，众议院银行委员会（House Banking Committee）主席、民主党参议员巴尼·弗兰克（Barney Frank）有关政府资助企业的发言被《纽约时报》所援引：“我希望这些公司能平抑房价，帮助低收入家庭获得贷款，并解决这场次贷危机。”

为助房利美一臂之力，其上级监管部门联邦住宅监管办公室（the Office of Federal Housing Enterprise Oversight）将各城区的盈余资本要求从30%降为20%。如果房利美能额外完成60亿美元的筹款（上周已筹到其中的45亿美元），该资本要求降至15%也是指日可待。而一切都尘埃落定之后，房利美可能会留有126亿美元的超额核心资本。这笔钱虽然数目不小，却比不上房利美因额外资产所需要承担的巨大风险。在充分杠杆化后，房利美将新增一笔价值4 400亿美元的表内资产，或是附加的2.44万亿美元表外担保金。

随着私有银行纷纷失去战斗力，房利美和房地美占据了住宅抵押贷款竞争中的优势地位。如果不是在自身的繁荣期急躁冒进，这两家机构甚至能把握住比现在更多的主动权。房利美所遭到的报应形式多样，最直接的一种就是不断上升的高昂信贷成本。在刚刚过去的上个季度，房利美拨出32.4亿美元用于信贷开支，而去年同期为32.1亿美元。贷款损失与担保损失的储备金总额为52亿美元，相当于房利美上报的表内表外资产总值的18个基点，而去年仅为4个基点。形势正如《格兰特》所料，52亿美元这个数字实际上没有像听上去那么大。

AIG 和房利美在2002～2007年进入了“企业休眠期”（corporate hibernation）并发展良好。到2005年末，AIG 已在繁荣期签下了足够多的保险业务，就决定停止为超高级债务抵押债券提供保险。但它和房利美都没能逃过一劫。《格兰特》的一位同事伊恩·麦卡利指出：“房利美所有业务当中，有57%是在2005年及其后接下的。其公布的业务总额中——这些领域并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不相互排斥——包括价值206亿美元的负摊销贷款，2 150亿美元只付息贷款，1 280亿美元个人信用评分低于620分的贷款，2 680亿美元贷款与价值比大于或等于90%的贷款，以及300亿美元个人信用评分低于620分且贷款与价值比高于90%的贷款。”

“此外，房利美的业务还包括512亿美元次贷敞口(subprime exposure)，以及3 446亿美元次优级敞口(Alt-A exposure)。同样地，部分风险因素可能来自上述领域，”麦卡利继续道，“房利美的资产负债表上有258亿美元自有品牌的次优级证券和252亿美元次级住宅抵押贷款支持证券(RMBS)。面值为1美元的次优级住宅抵押贷款支持证券价值为85美分，而次级住宅抵押贷款支持证券价值为83美分。所有次优级住宅抵押贷款支持证券的评级均为AAA级，不过其中的15%正面临降级。而次级住宅抵押贷款支持证券中有42%为AAA级，48%在AA级和BBB级之间，还有10%在投资级别标准以下。”

在房利美的信贷大戏中，其交易伙伴也都插了一脚。该公司全部业务中，有21%的抵押贷款受私营抵押贷款保险公司支持，获得信用增级。这些资产的违约率为3.15%，而投资组合中未获信用增级部分的违约率仅为62个基点，前者远高于后者。房利美最大的三个交易伙伴包括：抵押贷款担保保险公司(MGIC，270亿美元)、私人抵押贷款保险公司(PMI，170亿美元)以及美国展维住房抵押贷款保险公司(Genworth Mortgage，160亿美元)。

第三级资产(level 3 assets)的价值不是翻开《华尔街日报》就能通过价格查到的，而是要通过“采用不可见的大投入而得出的估值技术”方能计算出来——引自AIG最新季报。如果这种描述没有增强你对该资产的信心，那么这两家公司各自的第三级敞口(level 3 exposure)就更不会了：AIG为485亿美元，或是其股东权益的60.8%；房利美为561亿美元，或是其股东权益的144.5%。

目前一种过于简单的说法已被广为接受，即AIG和房利美都是已高度杠杆化、正面临快速资产贬值的机构。据美国20大城市凯斯—席勒房价指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数(the 20-city Case-Shiller index)显示，房价已比 2006 年 7 月的高峰跌了 14.8%；按过去 3 个月的跌幅计算出的下跌年率为 24.9%。住宅房地产市场的稳定迹象当然会受到所有人的欢迎；但当它真正到来时，房利美和 AIG 的股东们都应该齐声赞美上帝。

不管信贷是否已真正到达谷底，市场需要相信这种说法。老资历的人们愉快地回忆起 20 世纪 90 年代初垃圾债券、商业地产、商业银行和存贷款机构同步崩溃后所出现的种种机遇，比如，像被放任自生自灭的新罕布什尔州那几家储蓄所，或是被沙特王子阿尔瓦利德·本·塔拉尔(Prince al-Waleed bin Talal)收购前的花旗集团。现在 AIG 和房利美就在苦苦寻找，可惜目前市场上此类超值投资对象踪迹杳然。

甜蜜已成回忆，但我们还是要试着重新体验过去的成功经历。“预言家们”钟情于那些杠杆化程度最高、信誉最差的金融机构，必然会投资此类机构中最新型的证券。他们知晓某年某月某日某时会出现最低买点，因此能买到(据这些行家说)最具上涨空间的产品。而我们其他人最适合采用投资组合法：买些走势强劲的产品，加上些走势疲软的产品，再添加部分明显已经没什么希望的产品。我们这些非预言家与急诊室的医生有点像，只不过我们的“病人”容易染上来自医院以外的新型疾病。

那么，AIG 和房利美哪一家更为目前的抵押贷款形势所苦？初看似乎是房利美。尽管 AIG 面临最大的专营单一金融业务的风险，但房利美这家政府资助机构无论是看其绝对数量，还是与股东权益相比，都毫无争议地拥有最多的第三级资产。AIG 投资组合中住宅抵押贷款支持证券所占比率要高于房利美投资组合中的，但前者的数量(绝对数量以及在股东权益中所占的百分比)要小于后者。尽管账面价值已经成为一个不断下滑的标准，但在股价与账面价值比方面，市场对两家公司的估值几乎是一模一样的。而在估算 2009 年收益时，不论最后算出的数字是多少，AIG 都要略逊一筹。

一位卖方分析员在前几天肯定地说，AIG 最有价值的资产在于，它的人寿保险“足迹”遍及全球，无可匹敌。在世界上许多增长最快、最具吸引力的人寿保险市场上，AIG 都是早期参与者和/或市场领导者，地位得天独厚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，AIG 绝不仅仅是报纸广告做得好，它的确具有真材实料。但另一个事实是，这家本该是风险分析专家的公司却没能看出危机的到来，也似乎未能从自家的资产负债表中发现危机的踪影。

两个月前在检查 AIG 的资产负债表时，《格兰特》同样是极度乐观的。在 2 月 22 日那一版，我们估计在 AIG 价值 931 亿美元的投资组合当中，由住宅抵押贷款支持证券所造成的潜在损失为仅 10 亿美元。毕竟这些住宅抵押贷款支持证券的评级很高，不是由政府资助企业发行的，就是 AA 级或 AAA 级。实际上，AIG 在第一季度的文件中公布了一个高达 61 亿美元的净实现资本损失，其中的 56 亿美元都是“绝非暂时的”，即为永久损失。该季报还承认了一项价值 106 亿美元的未实现损失。未实现损失和“绝非暂时的”资本减损一样，不会出现在利润表上，但却会通过综合损益表和亏损账户而减少股东在资产负债表上的权益。然而，我的同事丹·格特纳认为，如果房价继续下滑，这些未实现损失中的一部分很可能会被重新定义，变成永久损失。在后来的几次电话会议上，我们都为这种威胁而感到担忧。



《格兰特》在 2～3 月时的思路是：这些未实现损失中有意义的部分会在某天发生逆转。没错，前提是如果房价能够逆转的话，但该前提似乎短期内无法实现。清楚地摆在我们眼前的事实是，AIG 的决策人员未能分析出其结构化抵押贷款融资所承担的风险。

当然，AIG 也涉足担保债务凭证(CDO)的保险事务，管理层认为该业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和过量伤亡保险业务差不多。全部加起来，AIG 共为价值 775 亿美元的多级别担保债务凭证敞口提供保险，其中的 606 亿美元含有一些次贷资产。这些受次贷"污染"的资产还能继续被分为夹层和高级两种。夹层担保债务凭证(mezzanine CDO)一般包含 BBB 级资产，而高级担保债务凭证(high-grade CDO)包含的是 AA 级。在这笔 606 亿美元由 AIG 承保的次贷担保债务凭证中，有 431 亿美元属于高级，175 亿美元属于夹层级。

这笔担保债务凭证在华尔街价值几何？《J. P. 摩根美国固定收益市场周刊》(*J. P. Morgan's U. S. Fixed Income Markets Weekly*)在 4 月 14 日版提出了一个颇有根据的推测。该周刊指出：自 4 月 7 日起，已有 147 只结构化融资担保债务凭证遭到技术违约)；15 只已受到清算，还有 14 只正在清算过程中。据摩根公司估计，对这些超高级担保债务凭证的平均回收率依次分别是：高级担保债务凭证为 52%，夹层担保债务凭证为 18%，担保债务凭证的担保债务凭证(即担保债务凭证的平方)则仅为 8%。用上述这些回收率来计算 AIG 的超高级担保债务凭证投资组合，其损失将不会少于 434 亿美元。

也就是说，如果 AIG 没有将其敞口降至 193 亿美元，损失应该会达到 434 亿美元。用这个假设的损失减去敞口，得出的损失能让我们略微少些惊恐——241 亿美元。但迄今为止，这种惊恐之情还只处于我们的想象之中。由 AIG 承保的担保债务凭证并未曾出现过违约现象。格特纳指出："实际上，在 AIG 价值 606 亿美元有次贷敞口的担保债务凭证产品中，三大评级机构仍将其中的 69%评为 AAA 级。不过，不幸的是，AAA 级已今非昔比。"

根据补偿原则，在趋势向上时过于活跃的市场，在趋势向下时往往会过于懈怠。在这一过程中，忧心忡忡的投资者们往往会把最受人嫌弃的证券或金融机构想象得潦倒不堪。目前最遭轻视的金融机构当属 AIG，而最受鄙视的资产就是结构化融资。如果某一天房价回暖，AIG 将有可能成为最优秀的一个投资对象。或更确切地说，因为它是一个高度杠杆化的金融机构，AIG 可能会成为最精彩的一个投机对象。《格兰特》曾经挥棒落空，但我们将再次挥动球棒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记：和平与平静年代的结束

2008 年 5 月 2 日

金融纪元悄然无声地来了又去。没有人召开新闻发布会宣告它们的到来，也没有人敲响钟声欢送它们的离去。有一天，人们醒来后发现世界已经变了样子。"这是怎么回事？"他们好奇地问道。

在金融这个以"变化"为主要特征的领域，专业人士在预测未来大趋势时，并不比业余爱好者出色多少，这可能是因为这些专家过分关注平日里的小趋势。在职业的重压下，这些金融"占卜师"总觉得手痒。他们觉得，能做到根据蛛丝马迹把握未来长期金融趋势是一件特别光彩的事。同时，他们还过于乐观并错误地以为，金融周期的转变会使其事业更上层楼——当然是红尘俗世中的事业。《格兰特》自己也犯过这个毛病（还有其他的）。然而，虽然承认了这一点，我们还是要大胆地做此预测：更高的利率和通货膨胀即将到来，而经济"大稳健时期"(Great Moderation)已离我们而去。

我们觉得"大稳健时期"是该离开了。低利率与高稳定性可能在大多数时候会取悦大多数人，但对《格兰特》这种期刊的主编来说却不是一件好事，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为我们一直专注于研究的是处于“狂飙运动”状态下的利率和信用周期。在 25 年前《格兰特》创刊后不久，宏观经济学为世界经济带来了和平。在 1981 年，债券大牛市开始。大约在 1982 年，高效的物流管理新时代到来。同年，美国经济的存货与销售比率(inventory-to-sale ratio)创下了 20 世纪后期的新高。撤销金融和交通管制的步伐加快，柏林墙被推倒。此后不久，《北美自由贸易协定》、外包、世界范围内的工资套利(wage-arbitrage)运动以及金融结构和机构改革，这些因素都对新秩序的建立做出了各自的贡献。与此同时，经济衰退变得更加短暂而温和，经济扩张则越来越长久与沉着。我们似乎已经摆脱了通货膨胀的阴影，而借入和贷出(以及因此而积累的丰厚利润)也逐渐增加。几年前，上述种种现象已经有了一个特定的称谓——“大稳健”，而中央银行家们一致认为他们对此居功甚伟。

旧金山联邦储备银行行长珍妮特·耶伦(Janet Yellen)于今年 3 月参加了在巴黎召开的以“全球化、通货膨胀与货币政策的相互关系”为主题的座谈会。她在会上宣布：“在过去的 25 年中，国内通胀率的水平和不稳定性已在全球范围内显著下降。早在 20 世纪 80 年代初，经济衰退就已在工业国家发生；到了 20 世纪 90 年代，更是蔓延到了许多发展中国家。此外，通货膨胀的过程在此期间已出现显著变化。通胀预期已大大下降并更加稳定，通胀冲击的持续性降低，由能源和汇率引发的冲击对总通货膨胀率的影响也越来越小。”

什么样的星象排布带来了如此欣欣向荣的经济环境？耶伦认为是以下措施的组合：货币政策、解除管制、全球性的“储蓄过剩”以及全球化本身。她还提到了一个相对容易的做法，企业雇佣低工资的外国工人来取代高成本的本地工人。这些措施放到一起，国界在通胀“方程式”中的地位似乎就越发微不足道了。耶伦援引国际清算银行的报告指出：“国内通货膨胀对国外而非国内的产出缺口(output gaps)越发敏感。这种现象反映出国内外工人在劳动力市场上因全球化而产生的有效竞争程度加剧，同时也解释了各国间的通胀活动为何如此紧密相关。”

现在的通货膨胀与美国经济周期的关联性大大降低，反而是美国 50 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

州以外发生的事件与通胀的相互作用更大。这条新闻如果发生在 20 世纪道—琼斯指数还在使用老式行情显示系统的年代，绝对会触发警报。在美国国债曲线图上，只有 30 年期的国债收益高于同比的广义消费价格指数(headline CPI)增长。联邦基金利率也只有通胀率的一半。从表面上看，政府发行的各类有价证券被我们上一代受苦受难的持有者们误认为是“征收证明书”，并在所谓的“一生只有一次”的时机买入。但今天看多债券的人劝告人们不必担心。美国正处于经济衰退，这场衰退会持续下去。根据以往的经验来看，通货膨胀率会有所下降，市场生息率(market yields)也会因此变得更低。

“在过去 5 个周期性的经济衰退中，”范·霍伊辛顿(Van Hoisington)和莱西·亨特(Lacy Hunt)这两位极其成功的长期国债持有者指出，“除非发生经济衰退，否则‘标准通胀气压计’的年同比增长绝不会达到最高值。在所有这些情况下，通货膨胀的大幅缩减往往发生在经济衰退之后的经济复苏初期。”而经济复苏初期的通货膨胀率减少，是因为产量的增速远超于单位劳动成本的增速。

第六次经济衰退将与以往不同——这正是本文的主旨。自然，举证的责任落到了那些敢于准确预测未来 25 年趋势的人身上。而混沌理论之父爱德华·洛伦茨(Edward Lorenz)的崇拜者们甚至会说，只要敢于亮明自己对未来的看法，人人皆可举证。洛伦茨于上个月刚刚去世，享年 90 岁。他写于 1972 年的一篇著名论文题为“可预测性：蝴蝶翅膀在巴西的一次扇动是否会引发得克萨斯州的一场飓风”，讲述了准确预测天气一事具有先天的局限性。和预测天气一样，如果让蝴蝶去阅读巴西报纸想必会更加艰难。在证券市场，参与者们不仅阅读预测，还会调整自己的行为以使这些猜测落空。

我们认为，证券市场的另一个问题在于，极少有预测会认真思考亚洲某些曾经低成本、低工资的地区目前高涨的通胀现象。通胀率在西方富裕的国家也正呈上升态势，但这是因为西方央行在其资产负债表上“吹气”，试图掩盖抵押贷款的混乱状况。与此同时，全球的供应链都出现了脱节；而且去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年狂热的债券捍卫者们今朝却无影无踪了，这反而引起了广泛关注。央行再也无法引发一轮新的通胀，因为记仇的债券市场不会再默默忍受实际收入负增长。早在25年前债券收益下跌之初，理论家们就是这么说的。但长期的牛市或是把曾经的怀疑者们哄睡着了，或是打发他们提早退休。如果过去只是一个序幕，那么未来固定收入证券的熊市则会养育出新一代的愤世嫉俗者。近些天来，全世界的政府证券市场都出现了价格下跌，或许现在是时候重新开始估价了。

“金融原因”和“金融后果”常常被高频度地弄混，因此，如果想要成为能诊断出趋势转变的专家，就必须谨慎行事。事实是，随着20世纪80年代初的通胀下跌，一连串的经济蓬勃发展就找到了根源。这些好事在随后的25年内得以彼此触发与增援，但它们究竟是如何做到的，这很难完全解释清楚，或是根本解释不清。如果那时的美联储主席、通胀杀手保罗·沃尔克是引发这场经济繁荣的主导者，那么他还有许多协作者。8年前，联邦快递公司的创始人兼首席执行官弗雷德·史密斯(Fred Smith)，曾深思过一些导致日常低物价的非货币原因。“高效的物流管理，”史密斯写道，“加上20世纪70年代末运输业的管制解除，已经十分深刻地影响了我们的经济。在20世纪80年代，物流成本——包括库存持有成本、仓储成本和运输成本——占国内生产总值的约17%。去年，物流成本却只占10%左右。由于对运输业管制的解除以及对高效物流管理的接受，我们已实现了7%的生产力增长。”

波音公司和世界上其他任何一家公司一样，接受了快速循环的物流管理，以及全球整合的供应链等相关理念，并已着手运行。但波音787梦幻客机(787 Dreamliner)因一连串的供应链脱节——其中一些情况已在上期《格兰特》中提及——而迟迟未能造好，无法与上述理念一同腾飞。在最近一封写给《金融时报》编辑的信中，英国航天研究中心的菲利普·劳伦斯(Philip Lawrence)教授坚称，这是因为波音已遭遇到了外包业务的局限性。毫无疑问，物流管理中的“准时化”(just-in-time)模式为此提供了解决之道。但正如劳伦斯所暗示的那样，这并不意味着将复杂制造工作外包所获得的节约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以是无止境的。

然而，现在连通过外包低技术制造工作来节约成本也变得越来越困难了。美国服装业每年会从一些低工资地区，如孟加拉、越南、巴基斯坦，进口价值约 1 000 亿美元的纺织品与成衣。但因为通货膨胀甚至将低工资工人在美好的反通货膨胀时期所赚的微薄收入也夺走了，那些地区的罢工、内乱和供应链脱节越发严重。据《女装日报》(*Women's Wear Daily*)报道，1.9 万名越南清禄(Ching Luh)耐克工厂工人进行了罢工，要求提高工资待遇。越南政府在 1 月份就下令将最低工资提高 13%，但官方承认该国的通货膨胀率为 19%，而食品与能源的价格涨幅高达 40%。工厂的管理部门最终以加薪 10%外加全员免费午餐解决了此次罢工。"公司享有的通货紧缩的价格优势已渐渐消散，"《女装日报》引述一位时装顾问的话说，"服装价格已经稳定了。"

当中国被越来越多的制造商视为高工资国家时，你就知道世道变了。6 周前的德国《明镜周刊》(*Der Spiegel*)向读者叙述了阿迪达斯这类公司目前所处的困境。该公司最初进入中国是为了寻求更丰厚的利润，但现在的获利却相当微薄。失望的外国投资者们抱怨着上涨的人民币汇率、被削减的出口商品税收优惠、严厉的新劳动法，以及中国意图限制国内通胀的其他措施。据《明镜周刊》报道，新劳动法"规定公司为员工提供包括养老金在内的各项福利，确保他们集体交涉的权利，并要对他们进行长期雇用"。阿利亚国际(Aliya International)是一家位于东莞为中国照明业做质检的公司。其总裁本・施瓦尔(Ben Schwall)指出，该法案的出台"造成了严重破坏"。把上述各项新增支出加到一起，该厂的运营成本增加了 40%。香港纺织品协会副主席林威利(Willy Lin)也说道："我知道今年会更难，但怎么也没想到成本会涨 40%这么多。"

从中国沿海出逃的制造业"难民们"并非没有其他选择，但问题是那些备选的低成本地区——如中国西部、越南等——不像中国沿海那么便利。工资成本的削减已经部分地被更高的物流开支所抵消。总而言之，世界好像已经穷尽了反通胀的成本结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将资本家的基因移植到以前反对资本主义的民族，这就是“大稳健”得以形成的原因。从 20 世纪 80 年代初到 90 年代末，全球劳动力市场增加了约 20 亿新人。雇主们过上了从未有过的好日子，尤其是像美国这样的国家，它在低成本的东方另起炉灶的想法绝非虚张声势，而是切实可行的商业计划。霍伊辛顿和亨特评论道：“实际工资在过去 3 年的经济扩张中出现了前所未有的增长减速……”与之相反的观点是，全球化所带来的，迟早会被全球化所拿走。世界银行总裁罗伯特·泽奥利克(Robert Zoellick)指出，通货膨胀已使 33 个国家处于国内暴动的边缘。如果全球化已使得多数国家经济体变为一个整体的全球经济体，那么通货膨胀也就成为了一个全球性而非地区性问题。由此可见，超低的名义债券收益正是 21 世纪的“假黄金”。

我们的同事伊恩·麦卡利负责本文繁重的分析工作。他评论道，金融业往往没有确定的方式来区分因变量与自变量。因此，我们也不能确定，随着“大稳健”发展而来的金融繁荣是这场良性经济周期的原因，还是仅仅是它的结果。他还指出，无论是因是果，“金融利润所占美国国内企业利润的百分比已从 1984 年 12%的低点增加到 2007 年的 37.6%。这一时期的金融收入大规模增长，正恰逢各项管制措施的解除，从 1980 年管制存款利率的规则 Q(Regulation Q)被解除开始，一直到 1999 年的《格雷姆—里奇—比利雷法案》(Gramm-Leach-Bliley Act)。后者使金融重心从传统的银行体系转向资本市场、投资银行和对冲基金——所谓的影子银行系统(shadow banking system)。较低的通货膨胀和更易预测的宏观经济环境使得利率长期下跌，这对大多数金融公司来说都是一阵强有力的顺风。

没什么能比热火朝天的信贷业务更能扩大国民收入中金融收入的份额了。因此，信贷业已经在美国安家落户。在过去的 25 年里，年复合率中的债务总额、家庭债务以及金融债务分别增长了 8.4%、8.7%和 12.2%。在同一时间段，个人储蓄率从 11.2%跌至 0.4%。为了适应这个低通胀和看似经济有所增长的时代，美国人把偿债与收入比(ratios of debt service to incomes)调至历史最低。正是金融创新使此举成为可能。

迄今为止，物价几次向上波动并未干扰到人们面对通货膨胀时洋洋得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意的心情。耶伦在巴黎研讨会上代表美联储领取了这份功劳。但目前这份得意之情已成为过去，据世界大型企业联合会(Conference Board)周二报道，现在每家每户的通胀期待已达到了继卡特里娜飓风后的“历史最高点”。耶伦指出：“以美国为例，我认为正是货币政策的可靠性确保了因能源、食品、原料和汇率而引发的通胀冲击没有转化为通胀预期和最低工资设定，并因此只造成了短暂影响。”

满怀希望的低收益国债持有者们都盼着耶伦说的是对的，但《格兰特》认为她只不过是在往自己脸上贴金。这些国债债权人之所以能容忍实际收入的负增长，是因为自 1982 年以来，债券价格大多数时间都在持续上涨。与其说债权人相信美联储，不如说他们打心眼里认为，过去的表现预示着未来的结果。他们是守成型的投资者。经历了 25 年大多是愉快的盈利体验，人们是可能会变成这样的。

至于美联储，该机构正要求美钞持有者们对这种没有任何抵押的纸币坚定信念。目前的广义通货膨胀率已高至 1971 年尼克松政府实施工资物价管制时期的程度，对此伯南克的美联储不顾美元汇率疲软，继续削减而不是上调联邦基金利率。美联储通过将国债全面兑换为抵押贷款支持证券，至少做到了使其资产负债表有所增长。在欧洲大陆绝非如此，欧洲央行的结算总额年增长率为 20%，欧元区的广义货币(M2)年增长率为 11.3%，而英吉利海峡对面的英格兰银行——英国北岩银行(Northern Rock)的拯救者——年资产增幅为 22.7%，英国地区的 M4 货币年均涨幅为 12%。

麦卡利还指出：“但在这个全球化的新世界，影响通货膨胀的决定也不再仅仅出自华盛顿、法兰克福或伦敦。中国人民银行的资产负债表上有 24 万亿美元，超过美联储 3 倍还多。中国人民银行的资产包括大部分的中国外汇储备，仅 2007 年就猛增了 31%。如果媒体透露的有关中国在 2008 年外汇储备增长的消息属实，那么尽管受限于人民币升值，该增长就算没有加速，也仍在继续。俄罗斯央行的资产负债表上有 5 500 亿美元，年增长率为 43%。巴西和印度央行的资产负债表也在稳步前进，增幅分别为 17%和 38%。每家货币机构都在通过提高干预利率或严格储备要求来试图击退通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀。”



“嗯，我想1亿美元是一大笔钱。”

对“大稳定”时期的持续同样功劳不小的一项举措是：在过去的25年中，外国央行随时准备吸纳美元，再投资于美国国债和政府债券。其中的典型代表是新加坡和中国香港的官方货币机构。这两家货币机构都已经购买并还在继续购买美元以稳定其货币。港元执行的是硬挂钩(hard peg)，而新加坡元则是执行爬行汇率制(crawling peg)，或称浮动汇率制。为了实现货币间的联系，两家官方货币机构都必须效仿美联储的货币政策。在过去的时代，盯住美元就是最安全和健康的汇率政策；而现在，这两个城市经济体用CPI测量的通货膨胀率已分别达到了4.2%和6.7%，美元已成为货币贬值的引擎。

在《格兰特》交付印刷之际，美联储正在考虑下一次加息。毫无疑问，人们现在还不大会同情地谈论全世界处于美元阴影下的国家(从中国到沙特阿拉伯)所背负的通胀负担，也不大会猜测这种自1971年后出现的纸币会因一场突如其来的贬值而宣告终结，也不会想到为“大稳健”做出贡献的非货币因素会一个接一个地消失。但《格兰特》已经把这些都考虑到了。如果我们这些判断都是错误的，那至少还有一点可以告诉读者们：国债收益有可能降至梦幻般的新低。但据我们判断，在现今这种遭市场忽略的低通胀率下，此举的代价要远远高于增加国债收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《失算的市场先生——泡沫年代与后泡沫年代》一书妙语连珠、智慧洋溢，深刻透析了美国次贷危机引致的金融风暴。作者以智慧、幽默的语言，一针见血地指出了各种金融体制的弊端和市场失灵所在，并提出了前瞻性建议。

本书的主角“市场先生”是一个非英雄式的主角。这个性格反复无常的拟人化市场形象是由证券分析之父本杰明·格雷厄姆创造的。这位“市场先生”和古典经济学中的“经济人”截然不同，后者理性平和、深谋远虑。“经济人”体系中绝对容不下金融泡沫这样不理性的事物，市场先生却好像经常会情绪失控。格雷厄姆的这个创造物究竟在想些什么，他为何常常失算？这正是本书讨论的主题。

本书所述，涉及了严重程度远甚于1984年债券市场的种种金融误算和误判。书中市场失算的大幕开启于20世纪90年代末的科技股泡沫时代，谢幕于2007～2009年世界范围内的房贷与信用崩溃。

安然公司和世通公司的破产，安达信会计师事务所的解体，所谓“新兴市场”的启动，牛市的卷土重来，欧元的初次登场，美联储守护者的更替，2007～2008年房贷与信用危机的萌芽，以及记忆中最糟糕的房地产市场等，尽在其中。

Mr. Market Miscalculates

The Bubble Years
and
Beyond

网址：www.sufep.com

ISBN 978-7-5642-0990-2





汇我智慧 添您财富

定价：47.00元